

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

***PRIVATE EQUITY* E GESTÃO EMPRESARIAL NO BRASIL:
ANÁLISE DO DESEMPENHO DE COMPANHIAS
SELECIONADAS**

FILIPPE BRAND

matrícula nº: 112060009

ORIENTADOR: Prof. Ronaldo Fiani

RIO DE JANEIRO
OUTUBRO 2014

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

***PRIVATE EQUITY* E GESTÃO EMPRESARIAL NO BRASIL:
ANÁLISE DO DESEMPENHO DE COMPANHIAS
SELECIONADAS**

FILIPPE BRAND

matrícula nº: 112060009

ORIENTADOR: Prof. Ronaldo Fiani

RIO DE JANEIRO
OUTUBRO 2014

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor

Ao meu avô, Eduardo Flávio Brand...

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, por todo o esforço empenhado em minha educação, pelo ambiente familiar fornecido para minha formação como indivíduo, pelo apoio emocional em minha trajetória, e também pelo financiamento concedido para exercer minhas atividades acadêmicas assim como aquele dispensado para manutenção de uma moradia extradomiciliar (possibilitando maior concentração em curso de uma universidade fora de minha cidade natal).

À minha namorada, por todo carinho e atenção dedicados a minha pessoa, e por favorecer uma convivência tão saudável por todos estes anos. Por estar ao meu lado para enfrentar as vicissitudes e auxiliar-me, pelo estabelecimento de uma forte relação de companheirismo nos momentos mais importantes, e sobretudo, pela reciprocidade amorosa.

Aos meus amigos, por estabelecerem comigo os laços fraternais indispensáveis à manutenção social de um indivíduo, oferecendo conforto e atenuando desprazeres com momentos de confraternização e camaradagem.

A toda a minha família, que compôs todo o trajeto de minha formação pessoal, por demonstrar interesse pela minha jornada pessoal, incentivando-me quando possível. Além de permitir o aproveitamento de todas as relações existentes em ciclo familiar, brindando com alegrias nas reuniões que se repetem e reforçam os laços e vínculos de afeto.

A todos os meus colegas do curso de Ciências Econômicas da UFRJ, por possibilitarem minha caminhada em boa companhia, permitindo auxílio mútuo (indispensável para otimização do aprendizado) e melhoria na qualidade da tomada de conhecimento pelo compartilhamento de informações. Por comporem um quadro de integração entre os estudantes e formarem uma união com boa vontade e disposição para ajudar os parceiros de estudo.

E por último, mas não menos importante, a todo o corpo docente do Instituto de Economia da UFRJ. Por constituírem egrégia instituição, e permitirem a existência de tão bom ambiente para o ensino, para o estudo e aprendizado, para o debate, e para o conhecimento; e claro, por fazerem parte de minha formação como economista. Neste ponto, agradeço especialmente ao meu orientador, professor Ronaldo Fiani, pela introdução do tema e bibliografia fornecida para seu estudo, e revisões sistemáticas de formato; assim como ao professor Rudi Rocha, que, mesmo não sendo orientador da minha monografia, ofereceu grande auxílio na revisão de meus testes estatísticos.

RESUMO

Este projeto visa a análise de algumas experiências relativas à atuação de fundos de *private equity*, em particular no caso brasileiro, com o objetivo de ponderar suas implicações sobre a performance das empresas investidas. Para isso, perscrutar-se-á os indicadores sobre valoração posterior destas companhias.

Após discorrer mais pormenorizadamente sobre a conceituação desta modalidade de investimento, passa-se ao exame de alguns casos observados no país, assim como à observação da abrangência do aparato governamental existente para a regulamentação e gestão pública sobre a atuação destes fundos. Por fim, expõem-se os resultados de pesquisa realizada com os dados obtidos diretamente das demonstrações financeiras anuais, recolhidas individualmente por empresa, também considerando a precificação dos ativos e valor de mercado destas companhias em Bolsa de Valores. Empreende-se tal análise estatística a fim de buscar indicadores que denotem alguma padronização de resultados sobre o desempenho ulterior, às investidas por *private equity*, das respectivas empresas.

A partir dos resultados obtidos, torna-se possível conjecturar sobre as implicações da atividade destes fundos para as empresas e o mercado de forma mais geral.

Palavras-chave: crescimento da firma, *private equity*, *venture capital*.

ABSTRACT

This project aims at analyzing some experiences about the activity of private equity funds, particularly in the Brazilian case, addressing the objective of pondering its implications over the performance of invested enterprises. Upon this goal, we scan the indicators for aftermost valuation of these companies.

After discoursing in more detailed ways about this investment genre conceptualization, we go through analysis of observed cases inside the country, as well as observing the scope for coverage of existing governmental apparatus in regulating and managing these funds' operations. Going afterwards, finally, to the results of a research done with data obtained directly at the companies' own annual financial statements, collected individually by enterprise, also considering their assets valuation and market cap in the stock exchange. We conduct such statistical analysis towards unveiling any indication of patterns, for these invested enterprises ulterior performance.

Having its results, we can conjecture about implications of these funds operations over enterprises and the market more generically.

Keywords: *firm growth, private equity, venture capital.*

LISTA DE FIGURAS, QUADROS E TABELAS

Figura 1.1 - Diagrama dos Estágios dos Empreendimentos e Modalidade dos Veículos de Investimento de Private Equity.....	16
Figura 1.2 - Fluxo das Origens e Aplicações de Recursos em Private Equity e Venture Capital.....	17
Figura 1.3 - Investimentos Alternativos.....	19
Figura 2.1 - Evolução do Capital Comprometido Alocado ao Brasil (US\$ bilhões)...	28
Figura 2.2 - Evolução do Capital Comprometido como Percentual do PIB.....	28
Figura 2.3 - Categoria das Organizações Gestoras por Capital Comprometido (US\$ bilhões).....	29
Figura 2.4 - Percentual do Capital Comprometido por Categoria das Organizações Gestoras (em 2008).....	29
Figura 3.1 - Resultado do Teste Considerando Ambos os Grupos.....	44
Figura 3.2 - Resultado do Teste para o Grupo <i>Com</i> PE.....	44
Figura 3.3 - Resultado do Teste para o Grupo <i>Sem</i> PE.....	45
Figura 3.4 - Média Diária - <i>AR PE</i> x <i>AR Não-PE</i>	54
Quadro 1.1 - Lista de Definições por Categoria.....	15
Quadro 1.2 - Principais Características dos Fundos.....	20
Quadro 2.1 - Top 10 (PEI 300).....	30
Tabela 3.1 - Estatísticas Descritivas do Teste.....	49
Tabela 3.2 - Resultados da Análise de Regressão I.....	51
Tabela 3.3 - Matriz de Correlação Entre as Variáveis.....	52
Tabela 3.4 - Resultados da Análise de Regressão II.....	52
Tabela 3.5 - Regressões Simples e Múltipla do <i>CAR</i>	53

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ABDI	Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial
ABVCAP	Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital
BM&FBovespa	Bolsa de Mercadorias e Futuros + Bolsa de Valores de São Paulo
BNDESPar	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Participações
CAR	<i>Cumulative Abnormal Returns</i> – Retornos Anormais Acumulados
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FCL	Fluxo de Caixa Livre
GVcepe	Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP
IBOV	Índice Bovespa – indicador do desempenho médio das cotações das ações negociadas na Bovespa
IPO	<i>Initial Public Offering</i> – Oferta Pública Inicial (de ações), abertura de capital de uma empresa em Bolsa de Valores
LBO	<i>Leveraged Buyout</i>
M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i> – Fusões e Aquisições
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
PE	<i>Private Equity</i>
PE/VC	<i>Private Equity & Venture Capital</i>
PIB	Produto Interno Bruto
VC	<i>Venture Capital</i>

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	11
CAPÍTULO I – CONCEITUAÇÃO.....	14
I.1 – A ATIVIDADE DOS FUNDOS.....	14
I.1.A – DEFINIÇÕES POR CATEGORIA.....	15
I.1.B – ORGANIZAÇÃO ESTRUTURAL.....	17
I.2 – ANÁLISE ECONÔMICA DOS FUNDOS DE PE/VC.....	18
I.2.A – A LÓGICA ECONÔMICA DAS OPERAÇÕES DE PE/VC.....	21
I.2.A.i – INCENTIVOS DE DESEMPENHO.....	21
I.2.A.ii – MECANISMOS DE CONTROLE DIRETO.....	24
CAPÍTULO II – <i>PRIVATE EQUITY</i> E <i>VENTURE CAPITAL</i> NO BRASIL.....	27
II.1 – A ATIVIDADE NO BRASIL.....	27
II.2 – FUNDOS GESTORES.....	29
II.2.A – O CASO DO CARLYLE.....	30
II.2.A.i – ALGUNS CASOS DE INTERESSE.....	32
II.3 – CASOS BRASILEIROS DE SUCESSO.....	32
II.4 – REGULAÇÃO BRASILEIRA.....	36
II.4.A – REGULAMENTAÇÃO (CVM).....	37
II.4.B – GESTÃO (BNDESPAR).....	38
CAPÍTULO III – A PESQUISA.....	40
III.1 – JUSTIFICATIVA TEÓRICA.....	40
III.2 – REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	41
III.3 – METODOLOGIA.....	42
III.3.A – AMOSTRA.....	42

III.3.B – TÉCNICAS DE ANÁLISE.....	43
III.4 – RESULTADOS OBTIDOS.....	48
III.4.A – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS.....	49
III.4.B – REGRESSÃO.....	50
III.4.C – INTERPRETAÇÃO.....	54
CONCLUSÃO.....	56
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	58
ANEXOS.....	63
ANEXO 1.....	63
ANEXO 2.....	64
ANEXO 3.....	65
ANEXO 4.....	66
ANEXO 5.....	67

INTRODUÇÃO

O setor de participações privadas lida com atividades de investimentos em ações ou títulos representativos de dívidas conversíveis em participações acionárias. Os investidores geralmente adquirem participação para garantir-lhes controle ou poder de influência na gestão das empresas investidas. Como estes são investimentos de baixa liquidez, a remuneração do investidor visa ao longo prazo, com alienação da participação acionária após sua valorização. Geralmente, esta atividade é voltada para o financiamento de pequenas e médias empresas, que carecem de recursos próprios e não dispõem de outros mecanismos de capitalização, como a colocação de valores mobiliários no mercado.

Fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) são segmentos deste setor de atividade, e serão os objetos de estudo do presente trabalho. *Venture Capital* constitui a modalidade de investimento em empresas embrionárias (*startups*), sendo usualmente direcionado ao financiamento de empresas com novos produtos ou novos conceitos de negócio, com alto potencial de crescimento. *Private Equity* é a atividade de investimento em empresas já formadas, mas que necessitam de uma injeção financeira para se expandirem, lançarem um novo projeto, ou desenvolverem um novo modelo de negócio. Em alguns casos, empresas em dificuldades ou com alto nível de endividamento, também aceitam alienar seu capital acionário em troca de socorro financeiro por uma via alternativa.

A importância do estudo sobre *Private Equity* e *Venture Capital* reside em sua baixa exposição, e baixa abrangência pelo conhecimento comum. A restrita exploração do tema, talvez se dê, justamente, pelo caráter privado de suas operações, usualmente levadas a cabo sobre empresas de capital fechado, que emitem pouca ou nenhuma informação interna ao mercado. Aqui serão trazidos à tona os principais aspectos que diferenciam estes fundos dos demais utilizados pelo mercado, assim como se buscarão esclarecer as vantagens inerentes ao seu modelo de gestão diferenciado, que supostamente retorna maiores índices de lucratividade do que aqueles observados sob a gerência tradicional das empresas – mesmo aquelas já investidas por fundos de participação, porém passivos (isto é, que apenas realizam aporte de capital para deter participação nas companhias investidas, sem tomar controle de sua direção).

Este trabalho, ao propor um aprofundamento sobre o conhecimento, e entendimento das operações financeiras dos fundos de PE/VC, segue uma linha orientadora, onde se tornará possível a compreensão dos diversos aspectos que compõem sua caracterização.

Primeiramente, versa sobre sua conceituação em maiores detalhes, demonstrando as subdivisões em categorias de investimento, assim como a organização estrutural em que normalmente se dá sua operacionalização padrão. Após estas definições, estará apto a discutir a teoria econômica circundante, com a visão de autores sobre o assunto, onde também se encaixa uma melhor exposição sobre a lógica econômica por trás da atuação destes fundos.

Em segundo lugar, será analisado o setor de PE/VC brasileiro, com a observação de uma ampla gama de casos ocorridos no país, e uma visão mais empírica sobre o objeto de estudo. Aqui também se observa a classificação dos principais fundos de PE/VC do mundo, e as cifras com que trabalham em aportes de capital para aquisição das empresas investidas, além de exemplos sobre a composição de seu portfólio. Tendo observado isso, segue-se uma breve descrição do aparato regulatório disposto pelo governo, com vistas à normatização de funcionamento das atividades perpetradas por estes grupos econômicos sob a forma de fundos. Neste caso, no Brasil, o Estado apresenta tanto um papel regulador, sob a sigla da CVM, como um papel incentivador, com participações através do BNDES.

Em terceiro, e último, lugar, dispõe-se o presente trabalho à análise estatística da taxa de sucesso obtida pelas companhias investidas pelos ditos fundos. A metodologia econométrica utilizada leva em conta a dificuldade em obtenção de dados sobre os fundos de PE/VC, e faz uso de índices de *performance* sobre as companhias investidas, em caráter posterior à saída dos fundos. Levando, assim, não só ao exame do desempenho auferido por empresas participadas, como à revisão do legado deixado por estes fundos. Restando a apreciação sobre a condição das companhias quando devolvidas à gestão original, e a avaliação das mudanças ocorridas para seu prospecto futuro.

A conclusão deverá ser feita de acordo com os resultados obtidos nestes testes, além de tomar posição nos diversos questionamentos teóricos que surgem das análises, de escopos diversos, sobre a estruturação dos referidos fundos.

O primeiro passo, empreendido por este ensaio, segue no capítulo abaixo. E esse deverá deixar o leitor mais preparado, conceitualmente, para as discussões que seguirão ao seu fim.

CAPÍTULO I – CONCEITUAÇÃO

Para discutir adequadamente este tema, deve-se tecer primeiramente uma conceituação mais completa e formal sobre o que é, e em que consiste, de fato, *private equity* e *venture capital* (PE/VC). Logo abaixo é apresentada uma seção descritiva sobre a natureza da atividade dos fundos, com definições para cada categoria de atuação, em seguida, tem-se outra seção com foco na análise econômica das características inerentes aos fundos.

I.1 – A ATIVIDADE DOS FUNDOS

Em definindo simplificadamente *private equity* e *venture capital*, segundo a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (2014):

Trata-se de um tipo de investimento que envolve a participação em empresas com alto potencial de crescimento e rentabilidade, através da aquisição de ações ou de outros valores mobiliários (debênture conversíveis, bônus de subscrição, entre outros), com o objetivo de obter ganhos expressivos de capital a médio e longo prazo.

A participação no capital das empresas investidas tem, portanto, o objetivo de maximizar os indicadores de rentabilidade a fim de elevar o valor de mercado da empresa. Findo o período proposto para o investimento, seus investidores retiram sua participação e capitalizam seus lucros através da venda de suas participações valorizadas.

E, em uma definição mais elaborada, tem-se que:

Os investimentos de PE/VC são invariavelmente feitos em empresas com grande potencial de crescimento. A elevada possibilidade de retorno e taxa de crescimento são condições necessárias para justificar os custos elevados envolvidos na estruturação, negociação e monitoramento do investimento, bem como a baixa liquidez e risco associados ao investimento em empresas fechadas ou de baixa capitalização. O aporte de PE/VC pode ser feito em diversos estágios do desenvolvimento da empresa. Em termos gerais, costuma-se empregar o termo *venture capital* (VC) como sinônimo de investimento em empresas que se encontram na fase inicial do desenvolvimento. Ao investir nessas empresas, o gestor tende a se envolver intensamente na estruturação do negócio. Já o termo *private equity* (PE) é comumente empregado como sinônimo de investimentos em empresas amadurecidas, sem que isso necessariamente implique um menor envolvimento do gestor. (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006, pp.12,15)

Outros tipos *comuns* de fundos, como *mutual funds* e *hedge funds*, se diferenciam desta modalidade basicamente pelo tipo de ativos investidos. Fundos de PE/VC aplicam em companhias de capital fechado, não publicamente transacionadas, e de caráter mais ilíquido.

Mutual e *hedge funds* comumente possuem aplicações direcionadas a ativos mais líquidos, como ações, títulos, debêntures, derivativos, etc. Os *mutual funds* são fundos administrados por profissionais que gerem aplicações advindas de diversos investidores, sendo veículos de investimento coletivo, regulados, e vendidos para o público em geral (SEC, 2014). Os *hedge funds* diferenciam-se destes últimos pelo fato de organizarem-se como sociedades limitadas, e não permitirem aplicações abertas ao público em geral, sendo geralmente direcionadas a investimentos por parte de fundos de pensão e demais categorias de maior porte. Esta qualificação os isenta de alguns limites impostos pela regulamentação, permitindo maior alavancagem financeira (MCCRARY, 2002). Sua nomenclatura vem da atuação tradicional com técnicas de *hedge* ("cobertura", proteção contra risco) em aplicações financeiras, mas hoje em dia estes fundos não mais necessariamente atuam somente em posições de *hedge*.

I.1.A – DEFINIÇÕES POR CATEGORIA

A seguir é apresentada uma lista de definições, por categoria de investimento, publicada pelo GVcepe (2008):

Quadro 1.1 - Lista de Definições por Categoria

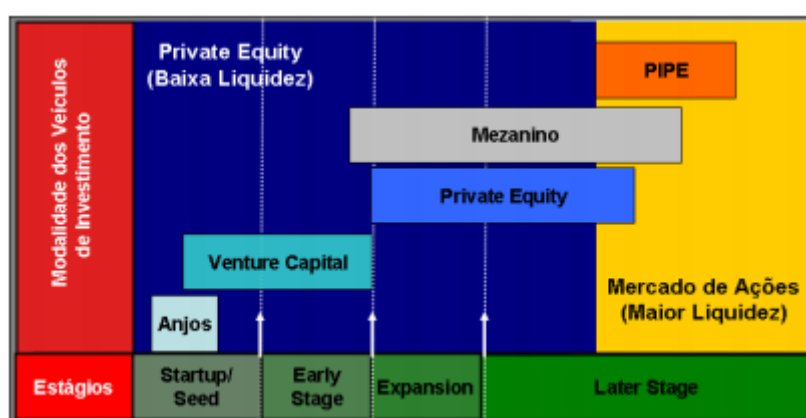
CATEGORIA	DEFINIÇÃO
1. Venture Capital – Seed	Capital semente. Pequeno aporte feito em fase pré-operacional para desenvolvimento de uma ideia, de um projeto, ou para testes de mercado, ou ainda registro de patentes.
2. Venture Capital – Startup	Aporte de capital para empresas em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar em prática o plano de negócios.
3. Venture Capital – Early Stage	Estágio inicial de financiamento das empresas que apresentam produtos ou serviços já comercializados, usualmente, com até 4 anos de operação e faturamento não superior a R\$9 milhões.
4. Private Equity – Expansion	Expansão ou crescimento. Aporte de capital para a expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente. O aporte também é destinado à expansão de planta e/ou rede de distribuição, capital de giro ou ainda para ser investido em comunicação e marketing, etc.

5. Private Equity – Later Stage	Neste estágio a empresa já atingiu uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresenta fluxo de caixa estável e positivo.
6. Private Equity – Buyout	Aquisição de controle de empresas em estágio avançado do desenvolvimento.
7. Mezanino	Investimentos em empresas com potencial de alta geração estável de caixa por meio de dívidas subordinadas (não cobertas por garantias ¹), instrumentos híbridos de financiamento, incluindo debêntures de várias modalidades e direitos de subscrição.
8. PIPE	Aquisição do capital acionário de empresas já listadas em bolsa que possuem baixa liquidez e nas quais a organização gestora possa atuar ativamente na gestão estratégica (i.e. monitoramento e governança corporativa).

Fonte: GVcepe (2008, p.4)

Conforme as definições anteriores, é possível classificar as categorias expostas de acordo com seus estágios e graus de liquidez. A [Figura 1.1](#) abaixo fornece uma visualização simplificada para esta classificação.

Figura 1.1 - Diagrama dos Estágios dos Empreendimentos e Modalidade dos Veículos de Investimento de Private Equity



Fonte: GVcepe (2008, p.5)

A categoria *Anjos* (a.k.a. *Angel Investors*) representada no quadro – não compreendida na lista anterior – refere-se à atividade de um investidor opulento, detentor pessoal de vastos recursos, que fornece individualmente o capital necessário ao *startup*. Assim consignando a participação acionária a um indivíduo ao invés de um fundo (como seria no caso do VC).

¹ A emissão de dívidas subordinadas é uma forma de burlar uma norma proibitiva do Banco Central (BC). Pois, o BC somente permite que empresas de arrendamento mercantil (*leasing*) emitam debêntures, restando às instituições financeiras a utilização desta ferramenta alternativa. (COSIFE, 2015)

I.1.B – ORGANIZAÇÃO ESTRUTURAL

Nos últimos anos a atividade de PE/VC tem crescido enormemente, e é vista como uma remodelagem dos *Leveraged Buyouts* (“aquisições alavancadas” em tradução livre), LBOs, outrora comuns nos anos 1980. O LBO consistia na aquisição de uma companhia, ou ativo, por uma combinação de fundos com montantes de empréstimos financeiros; estruturados de forma que os fluxos de caixa, assim como ativos, fossem usados como garantia para reembolso do empréstimo adquirido para a compra da companhia alvo, sendo uma operação muito comum no ambiente de M&A (*Mergers and Acquisitions* – Fusões e Aquisições).

Já a moderna atividade de PE/VC apresenta um formato mais organizado e ricamente distribuído por diversas categorias de negócios. Na estrutura tradicional de investimentos de PE/VC os investidores aportam capitais nos veículos de investimento que são administrados pelas organizações gestoras, e estas por sua vez tomam as decisões de investimento e compram participações acionárias, que depois são vendidas retornando o capital e lucro (se obtiver sucesso) para os investidores. Mas existem variações desta estrutura, como casos em que inexistente comprometimento de capital definido, ou em não existindo organizações gestoras (com investidores administrando recursos proprietários) – a exemplo dos *angel investors*. A Figura 1.2 ilustra a estruturação usual das aplicações de PE/VC:

Figura 1.2 - Fluxo das Origens e Aplicações de Recursos em Private Equity e Venture Capital



Fonte: GVcepe (2008, p.6)

I.2 – ANÁLISE ECONÔMICA DOS FUNDOS DE PE/VC

As principais características dos fundos de PE/VC serão discutidas a seguir. Uma boa síntese destes pontos pode ser encontrada em Metrick & Yasuda (2011), texto tomado como base para articular o descritivo abaixo.

A primeira característica dos fundos de PE/VC consiste na sua função como intermediários financeiros, significando que tomam o capital de investidores e investe diretamente em companhias no portfólio. Isso fornece uma diferenciação em relação aos fundos de investimento e *equities* comuns, assim como a *angel investors*, ao passo que estes utilizam capital próprio. A fonte de capital destes fundos geralmente vem de fundos de pensão e/ou outros investidores institucionais, e o fundo é geralmente estruturado como uma sociedade limitada. Em sua organização figuram os executivos capitalistas como os sócios gerais, e os investidores como sócios limitados.

A segunda característica decorre do caráter *privado* dos investimentos, isto é, investem somente em companhias de capital fechado, o que impossibilita que sejam imediatamente negociadas publicamente em Bolsa. Distinguem-se, assim, de ativos como ações e títulos ao estabelecer limitações de liquidez, por não negociar ativos publicamente. Ao não disponibilizar seus investimentos para negociação em Bolsa, enclausuram a divulgação de resultados. Como as companhias negociadas publicamente têm compromisso com a divulgação de seus resultados, imagina-se haver muito maior assimetria de informação em operações de PE, por não compartilharem dados com o mercado, não serem cobertas por relatórios periódicos de órgãos reguladores, nem por publicações dos analistas de mercado na mídia especializada.

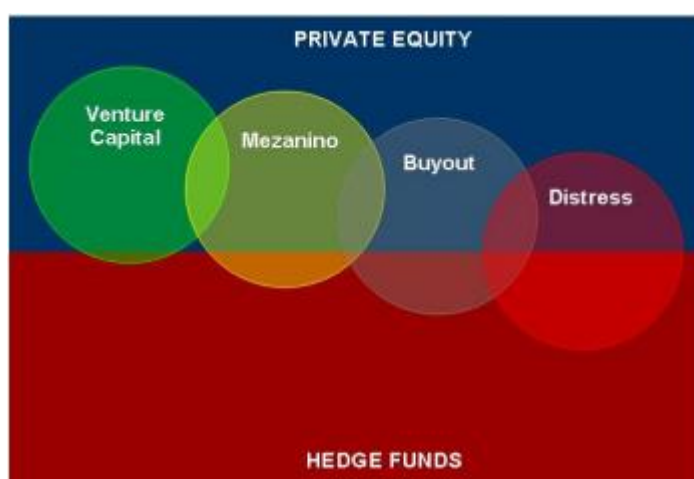
A terceira, que é uma das características determinantes da atividade de PE/VC, consiste no papel ativo em monitoramento e auxílio às companhias de seu portfólio. O desempenho destes fundos caracteriza-se marcadamente pelo fato de participarem ativamente na gestão das empresas investidas. Em oposição a outros tipos de fundos (e.g. *mutual funds*, *hedge funds*) que tradicionalmente exercem apenas a seleção dos melhores investimentos – escolhidos para participar de seu portfólio –, os fundos de PE/VC geralmente condicionam seus investimentos a diversas cláusulas contratuais, tais como: assentos no conselho administrativo, direito de veto, e diversos direitos de controle contingentes (variações, de

aumento ou diminuição, no direito de controle exercido pelas partes, condicionadas às medidas de desempenho apresentadas pela companhia) ².

A quarta, e última, característica é o objetivo primário do fundo de PE: obtenção de retorno financeiro através de saída do investimento por venda da participação ou oferta pública inicial (IPO). Isto é uma consequência da atuação como intermediário financeiro, pois, como precisam oferecer retorno aos seus investidores, utilizam estes mecanismos de saída para capitalizar os investimentos em companhias ilíquidas. Por essa mesma razão, são requeridos a estabelecer alguma data limite para o horizonte de investimento – diferenciando-se aqui também dos *mutual funds* e *hedge funds* que não têm um período finito preestabelecido de permanência, e possuem prazo de saída em aberto, também possibilitando alguma liquidez com a permissão de resgates sob demanda (sujeitos a algum prazo de espera).

Na última década, amparados no crescimento do fluxo de investidores em busca de investimentos alternativos em função da liquidez financeira mundial, vários *hedge funds* voltaram parte de sua atenção para o mercado de empresas de capital fechado, passando a competir com as organizações gestoras de PE. A [Figura 1.3](#) ilustra as relações entre várias classes de ativos: dentre as quatro subclasses principais de PE, por exemplo, tem-se a interseção do capital de mezanino com o VC de estágio inicial e o LBO de expansão, assim como com a presença inferior de *hedge funds* nesta atividade.

Figura 1.3 - Investimentos Alternativos



Fonte: Metrick; Yasuda (2010, p.7)

² De acordo com estudos empíricos sobre *venture capital*, a divisão dos direitos de controle entre empresários e gestores dos fundos se dá geralmente em formato condicionado a indicadores sobre o desempenho da firma, e a cota (*contingente*) de participação no controle destinada a cada parte é definida conforme os medidores apresentados. Se o indicador de desempenho apresentar uma mensuração baixa, os gestores do fundo podem obter maior participação sobre o controle da firma, e, no caso oposto, são os empresários originais quem poderão obter aumento participativo sobre o controle da companhia (VAUHKONEN, 2003).

Em uma comparação mais completa sobre as categorias de fundos supracitados, o Quadro 1.2 lista as principais diferenças dentre suas características:

Quadro 1.2 - Principais Características dos Fundos

	Categoria		
	Fundo de PE/VC	<i>Hedge Fund</i>	<i>Mutual Fund</i>
Saída em aberto?	Não	Sim	Varia
Vida finita?	Sim (+- 10 anos)	Não	Não
Liquidez	Ilíquido por até 10 anos	Varia, e.g. trava de 1 ano e período de espera de 3 meses para resgates	Trava mínima e restrições de resgate
Reinvestimentos	Não	Sim	Sim
Taxas anuais	Percentual efetivo geralmente varia ao longo da vida do fundo	Percentual pleno do ativo sob gestão	Percentual pleno do ativo sob gestão
Taxas de performance	(geralmente) 20% do lucro <i>realizado</i> , pagável somente após saída do investimento e retorno do capital aos investidores	(geralmente) 20% do lucro <i>anual implícito</i> , pagável desde que valor de mercado exceda custo (<i>high watermarks</i>)	geralmente nenhuma

Fonte: Metrick; Yasuda (2011, p.624)

No Quadro 1.2, um fundo de "saída em aberto" pode emitir e resgatar quotas a qualquer momento – sujeito a travas (*lockdown* – refere-se ao período mínimo estabelecido para iliquidez do ativo) e períodos de espera (tempo mínimo de espera para obter acesso ao valor solicitado em resgate) no caso de *hedge funds*. Um fundo de "vida finita" é obrigado a finalizar e liquidar suas participações em uma data preestabelecida. "Reinvestimentos" refere-se ao uso de distribuições do fundo para investir em companhias ou ativos no portfólio.

Tendo esclarecido estes pontos, e definido algumas das principais características que diferenciam o *modus operandi* dos fundos de PE/VC – em relação aos demais tipos de fundos –, torna-se ponto de interesse a análise econômica aplicada aos mecanismos internos de suas estruturas. Isto é, a sua modelagem de atuação financeira em relação aos conceitos econômicos, ao invés de comparações com as atividades correlatas.

I.2.A – A LÓGICA ECONÔMICA DAS OPERAÇÕES DE PE/VC

Diversos trabalhos teóricos oferecem intuições sobre a lógica econômica por trás das operações de PE/VC. A exemplo do que é exposto em Metrick & Yasuda (2011), com algumas percepções distintas para cada grupo, i.e. PE e VC, e com citações das interpretações de diversos economistas – e.g. Chan (1983), Ueda (2004), Jensen e Meckling (1976), Mehran e Peristiani (2010), Chung (2009) – sobre o assunto.

Através de uma série de mecanismos – que serão descritos abaixo –, particulares às atividades de fundos de PE/VC, é possível mitigar ou contornar conflitos de agência normalmente enfrentados por companhias abertas, ou aquelas que, mesmo fechadas, são geridas por um grupo de administradores dissociados da propriedade societária. Isto se dá – conforme será visto – pela formação de uma estrutura onde é possível gerenciar perdas potenciais por assimetria de informações e/ou risco moral (*moral hazard*) na estrutura agente-principal.

Para discutir este tema, foi levada a cabo uma pesquisa bibliográfica acerca das teorias referentes à compreensão da lógica econômica inerente. Não obstante diversos autores (como aqueles supracitados) apresentarem intuições relevantes sobre o tema, aquela fornecida por Prowse (1998) perfaz uma síntese mais objetiva, e condensa o objeto de estudo a uma relação de todas as características econômicas encontradas para descrever a ação financeira destes fundos. Tendo sido escolhido, portanto, como o texto para embasar toda a argumentação a seguir. Apresenta-se abaixo uma enumeração dos pontos determinantes para a compreensão lógica das intuições econômicas – inerentes à atividade dos fundos de PE/VC no mercado financeiro e de investimentos em participações –, em conformidade com aquilo exposto por este autor.

Ao todo foram identificados por ele nove pontos, indicados como determinantes da diferenciação de *performance* apresentada por empresas administradas no arcabouço de gestão dos fundos de PE/VC. Estão estes pontos agrupados em dois subgrupos, incentivos de desempenho e mecanismos de controle direto, os quais são apresentados a seguir.

I.2.A.i – INCENTIVOS DE DESEMPENHO

O primeiro dos incentivos de desempenho é a propriedade acionária dos executivos: os administradores de *private equity* fazem com que os gerentes sênior detenham uma parcela

significante das ações da companhia investida, compondo grande parte de sua remuneração.

Em *venture capital* isso varia conforme os recursos financeiros da administração, das necessidades de financiamento da empresa e da projeção de valor futuro. Aqui uma medida comum é o "*earn-out*", onde a parcela de ações detidas pode variar conforme objetivos de *performance*, estabelecidos em acordos, forem sendo alcançados pelos executivos. Geralmente a parcela acionária concedida aos gerentes da administração varia entre 10 e 20% (PROWSE, 1998, p.30).

O segundo incentivo atua sobre o tipo de capital emitido aos investidores: os ativos patrimoniais mais comumente emitidos aos investidores de PE são ações preferenciais conversíveis, que se diferenciam basicamente pelo fato de concederem pagamento antecipado, em caso de liquidação, em relação àquelas ordinárias. Esta medida oferece duas vantagens: primeiro reduz o risco de investimento na sociedade; e, segundo, oferece fortes incentivos de *performance* à administração da companhia, porque em geral a administração possui apenas ações ordinárias ou certificados de depósito de ações. Se a empresa for apenas marginalmente bem sucedida, as ações ordinárias irão valer pouco a mais; portanto, o uso de ações preferenciais minimiza problemas de risco moral. Dívida subordinada com privilégios de conversão ou certificados são também utilizados como forma alternativa de financiamento à firma, conferindo as mesmas preferências de liquidação a investidores como no caso das ações preferenciais e, assim, oferecendo os mesmos incentivos de desempenho à administração.

O terceiro incentivo é regido pelo contrato empregatício dos agentes da administração: em princípio, a posição acionária dos executivos poderia incitá-los à tomada excessiva de risco, pelo fato de que medidas (ou anúncios) agressivas – que possam alterar o valor das ações – podem torná-los potencialmente mais ricos (a volatilidade dos preços tem efeito elevado para a posição dos grandes acionistas). No entanto, a inclusão de algumas provisões que penalizem o baixo desempenho na estrutura de compensação dos executivos pode controlar os incentivos para a tomada de risco. Contratos empregatícios que especifiquem condições em que os agentes administrativos possam ser realocados, ou provisões para recompra das posses acionárias (que permitam à firma adquirir a parcela detida por esses agentes no evento de sua substituição), dão conta deste problema.

O quarto incentivo versa sobre a reputação: as sociedades têm vidas finitas, e para permanecer no negócio os administradores de fundos de PE/VC precisam levantar novos

fundos regularmente. O levantamento de fundos é muito menos custoso para firmas com boa reputação, e os administradores de PE/VC têm de levantar fundos novos sempre que os disponibilizados para as companhias atuais já estão integralmente comprometidos, praticamente a cada 3 ou 5 anos. O levantamento de fundos é custoso e envolve certo tempo, necessitando de apresentações institucionais aos investidores e seus conselheiros, o que pode levar de meses a até um ano, dependendo da experiência e reputação dos sócios gerais (PROWSE, 1998, p.31). Um histórico favorável ajuda por disponibilizar alguma informação sobre a habilidade destes, e sugere que tomarão cuidado para manter sua reputação no mercado. Desta forma, experiência e reputação podem ser tomados como um ativo em si.

Algumas características essenciais tornam o desempenho e a atividade dos administradores mais transparente a investidores do que seria no caso de outros intermediários financeiros. Um ponto a ser destacado aqui é o fato de segregarem os blocos de investimento comum. Ao apresentar o histórico de seu portfólio separadamente para cada empresa investida, é possível que os investidores detectem fatores que estão além do controle dos sócios do fundo, tais como: ciclos econômicos, situações particulares de empresas em diferentes estágios de desenvolvimento, e condições conjunturais dos mercados para IPOs, fusões e aquisições. Caso contrário, os ganhos do fundo representariam apenas uma mistura dos retornos de investimentos diversos, indistintos de períodos dos ciclos econômicos em que ocorreram ou demais condições gerais de mercado em que estiveram inseridos.

Outra característica de diferenciação marcante dos fundos de PE/VC é a discriminação entre despesas administrativas e aquelas comprometidas diretamente com os fundos de investimento. Em uma sociedade limitada, como a de PE/VC, taxas administrativas são especificadas no acordo societário. Portanto, o montante de capital investido que pode ser consumido sob a forma de salários e outros honorários é limitado com maior transparência. Outros tipos de intermediários financeiros (outros tipos de fundos, ou sociedades anônimas) consomem e pagam tanto despesas administrativas como investimentos financeiros através de um fundo comum, ou seja, aquilo que é levantado pelo conjunto de todos os investidores é considerado um "bolo" único; e apesar das despesas serem reportadas, são mais difíceis de serem controladas pelo fato de que nem sempre serão transparentes (ou honestos na declaração das respectivas linhas de gasto) após sua ocorrência (PROWSE, 1998, p.32). Constitui, indiretamente, este ponto, outro caso relevante sobre reputação, pois, através do acordo formal sobre as taxas administrativas celebradas temos outro mecanismo de transparência.

O quinto, e último, quesito sobre incentivos de desempenho pertinentes à atuação dos fundos de PE/VC é a forma em que é organizada sua estrutura de compensação: os sócios gerais ganham uma taxa de administração e uma parcela dos lucros da sociedade, o último conhecido como *carried interest*. Para uma sociedade que fornece rendimentos médios, o *carried interest* pode ser algumas vezes maior que as taxas de administração. Este arranjo, de provimento de compensação limitada para fazer e gerenciar investimentos, em contraste com a compensação significativa no caso da participação nos lucros, está no centro da estrutura de incentivos da associação de PE/VC. Ao passo que as taxas de administração são estabelecidas em intervalos fixos de 1 a 3%, o *carried interest* chega a aproximadamente 20% dos retornos líquidos da sociedade.

I.2.A.ii – MECANISMOS DE CONTROLE DIRETO

Os mecanismos de controle direto, que diferenciam a *performance* de firmas sob a gestão dos fundos de PE/VC, são três, e têm sua exposição a seguir, observando-se novamente o arcabouço teórico sugerido por Prowse (1998).

O primeiro deles, é a forma de representação no conselho: em princípio, o conselho administrativo de uma firma comporta a responsabilidade definitiva por sua gestão, incluindo medidas tais como contratação e demissão do CEO (*chief executive officer*), monitoramento e avaliação do desempenho da empresa, e contribuição significativa ao negócio e planejamento financeiro. Sócios gerais podem ser extremamente influentes e efetivos diretores externos. Como grandes acionistas, têm incentivo a incorrer nas despesas necessárias ao monitoramento da firma. Ademais, detêm os recursos necessários para exercerem monitoramento pessoal, sob a forma de quadros de funcionários próprios engajados nas tarefas de monitoramento, além de terem o *expertise* necessário (adquirido no monitoramento de empresas similares) para gerir o negócio.

Sociedades de PE dominam, na maioria dos casos, o conselho administrativo das empresas investidas. Nas investidas por VC, os sócios gerais geralmente dominam mais de um terço dos assentos do conselho – o que é maior que a parcela detida pelos gestores ou outros diretores externos. Em todos os casos, a associação de PE/VC detém pelo menos um dos assentos do conselho administrativo, e tem o potencial de participar ativamente das deliberações do conselho, e portanto da administração efetiva sobre as companhias investidas em seu portfólio.

O segundo mecanismo de controle é o formato de alocação dos direitos de voto: em investimentos de VC, *early-stage*, LBO, ou *distressed firms* (firmas em mau estado financeiro); o montante é geralmente alto o suficiente para adquirir a parcela majoritária na participação societária. Nos demais casos, a sociedade de PE pode obter controle acionário mesmo que não seja um acionista majoritário, e ainda, mesmo que não detenha controle acionário, costuma ser o maior acionista não administrativo. Assim, detêm um grau de influência desproporcional em matéria de votos dos acionistas.

O terceiro mecanismo de controle direto é o controle exercido sobre o acesso a financiamento adicional: a sociedade de PE/VC pode exercer controle na medida em que não disponibiliza o capital de investimento do fundo todo de uma só vez. Faz concessões continuadas, isto é, diversas rodadas de disponibilização dos fundos em estágios de desenvolvimento bem definidos. Mesmo que provisões de diversificação no acordo societário previnam-lhes de conceder financiamento adicional, os sócios gerais têm o poder de, através de seus extensos contatos, trazer novos investidores. Por outro lado, se os sócios originais não estiverem dispostos a trazer novos financiamentos, é pouco provável que outras sociedades o desejem fazê-lo; constituindo isso um sinal ao mercado de que a companhia alvo é um mau investimento.

Nesta estratégia de acesso aos fundos por etapas, nos casos de VC é comum que o montante disponibilizado seja somente o suficiente para alcançar o próximo estágio de desenvolvimento, e assim será consecutivamente disponibilizado para cada etapa de evolução alcançada na estrutura da empresa. Esse é o caso mais simples para compreensão, contudo, em casos de PE – de expansão, *middle-market* ou *later-stage* – também é possível o acesso financeiro em etapas ao fundo. Um caso comum são empresas que empreendem uma estratégia de aquisições e requerem, periodicamente, infusões de capital para financiar seu crescimento. Similarmente, companhias adquiridas por LBO são forçadas a gerar dívidas a partir do fluxo de caixa livre e subsequentemente justificar qualquer necessidade de capital novo.

Por fim, há outros mecanismos disponíveis, pelos quais as sociedades de PE/VC podem exercer controle e monitoramento direto sobre as companhias investidas, os quais incluem: convenções que conferem o direito de inspecionar as instalações da empresa, livros e registros; o recebimento de relatórios periódicos e declarações operacionais; e que seja mandatório a aprovação pela sociedade de PE/VC para que a companhia investida possa

comprar ou vender ativos, fundir-se ou vender-se, assinar grandes contratos ou entrar em novas áreas de negócios.

De toda a argumentação levada a cabo anteriormente, depreendem-se as fundamentações consideradas para as participações (pelos fundos considerados) em companhias. Adiante, buscam-se observações sobre os casos concretos de sua atuação no mercado, e para este fim seguem descrições de casos empíricos sobre PE/VC no país.

CAPÍTULO II – PE/VC NO BRASIL

A atividade de PE/VC no Brasil é considerada, dentre os países emergentes, uma das mais atrativas para investimento. Sendo de alta relevância para os grandes fundos internacionais, exercem atração as possibilidades em aquisição sobre firmas nacionais.³

Nas seções que se seguem a este capítulo veremos uma melhor descrição sobre o cenário nacional para esta atividade, os principais fundos gestores em atuação, alguns casos específicos de empresas abarcadas pelos fundos, e por fim, dada a crescente evidência deste setor, uma breve explanação sobre o aparato governamental dedicado à regulação da atividade no país.

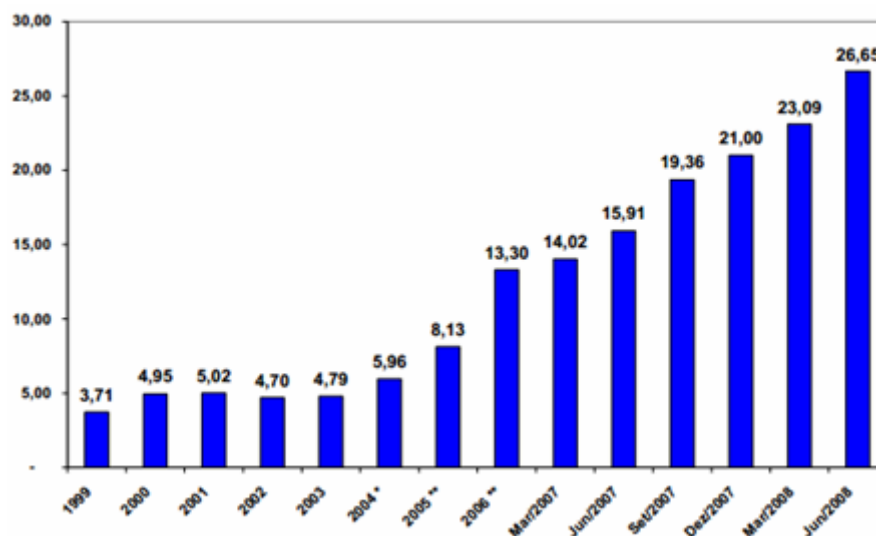
II.1 – A ATIVIDADE NO BRASIL

O setor brasileiro de PE/VC apresentou uma evolução bastante significativa na última década. Impulsionada pelo ambiente de liquidez financeira mundial e pela expansão dos indicadores econômicos nacionais, o capital comprometido cresceu a uma taxa média de 53,4% ao ano, desde 2004, para atingir US\$26,65 bilhões em Junho de 2008. Neste ano, como percentual do PIB, tal nível representava 1,7% do PIB contra 0,6% em 2004 – porém este número ainda é menos da metade da média mundial de 3,7% (GVCEPE, 2008).

Seguem abaixo, na Figura 2.1, demonstrativos gráficos da evolução apresentada pelo mercado brasileiro de PE/VC, de 1999 a 2008, em valores absolutos, e na Figura 2.2, como percentual do PIB:

³ A respeito ver Carvalho (2007).

Figura 2.1 - Evolução do Capital Comprometido Alocado ao Brasil (US\$ bilhões)



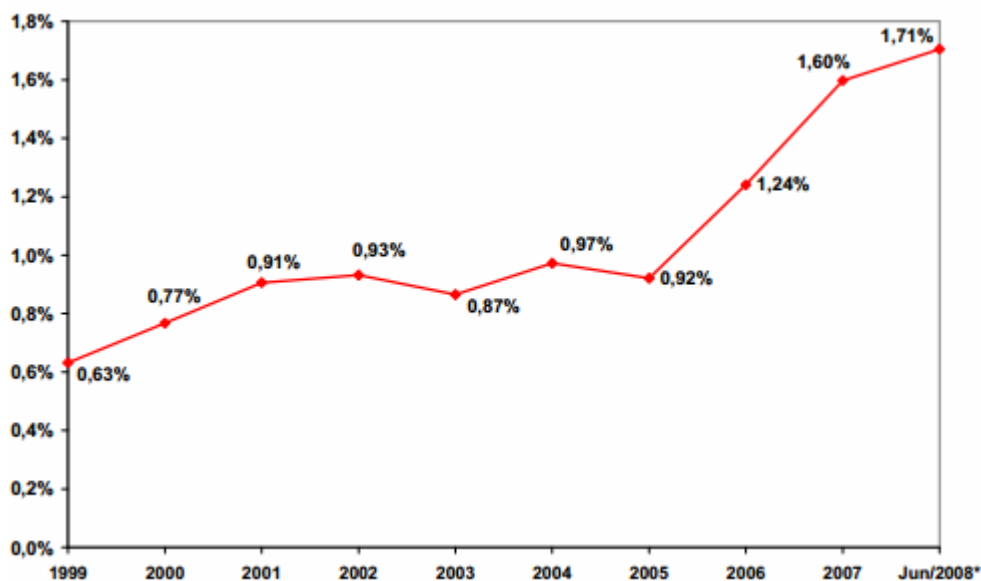
*Estimado. Inclui organizações gestoras do 1º Censo Brasileiro de PE/VC publicado pelo GVcepe.

**Estimado. Considera as organizações gestoras que saíram do mercado.

OBS: Os valores do capital comprometido excluem os montantes dos veículos totalmente desinvestidos.

Fonte: GVcepe (2008, p.9)

Figura 2.2 - Evolução do Capital Comprometido como Percentual do PIB



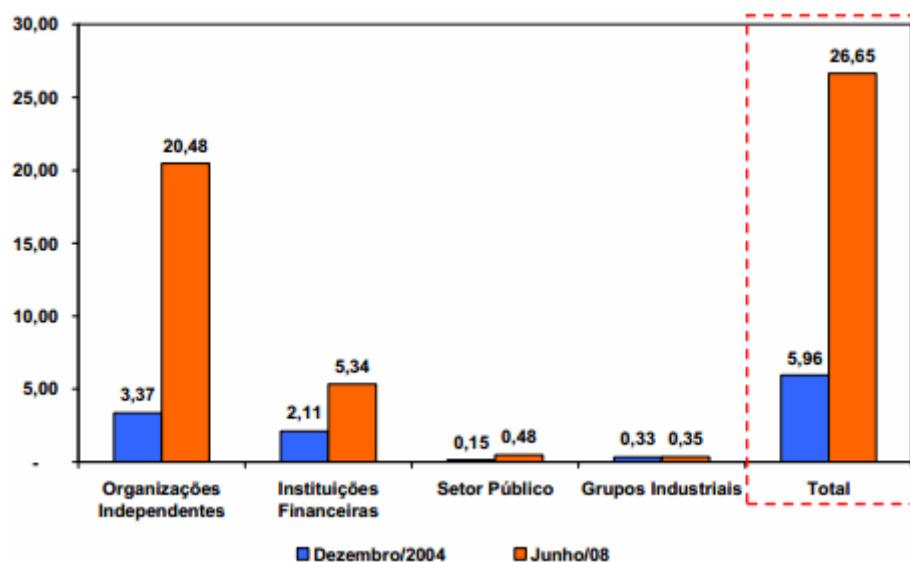
* PIB do 1ºSem/2008 anualizado.

Fonte: BACEN para o PIB em US\$; GVcepe para demais dados e análises. In: GVcepe (2008, p.10)

Em 2008, das 127 organizações gestoras em atuação no Brasil, 107 (79%) eram independentes – 7 (6%) das quais de capital aberto, 15 (12%) ligadas a instituições financeiras, 3 (2%) do setor público e 2 (2%) grupos industriais ou *corporate ventures* (GVCEPE, 2008). Aparte o quantitativo de organizações participantes, também é possível visualizar abaixo uma classificação destes por volume de capital aplicado. Primeiro, na Figura

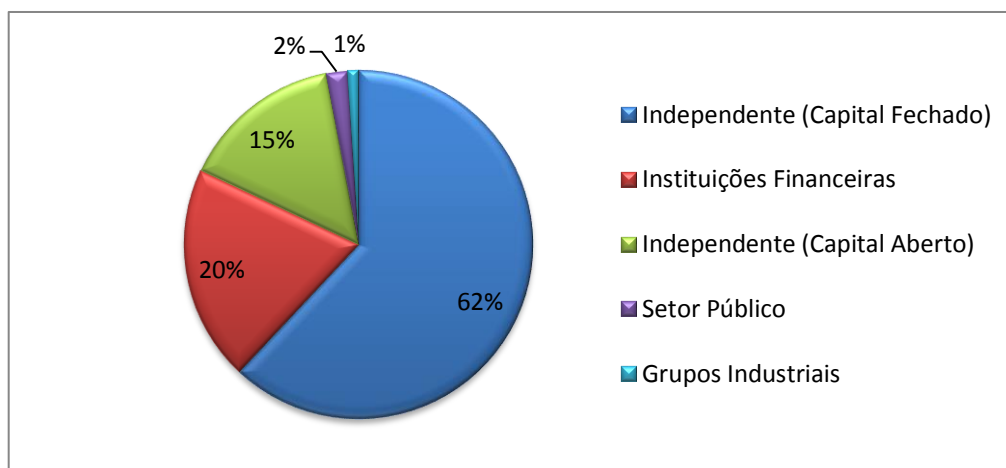
2.3, em comparativo por datas (2004 e 2008), e em seguida, na [Figura 2.4](#), divisão percentual da participação por categoria de organização:

Figura 2.3 - Categoria das Organizações Gestoras por Capital Comprometido (US\$ bilhões)



Fonte: GVcepe (2008, p.14)

Figura 2.4 - Percentual do Capital Comprometido por Categoria das Organizações Gestoras (em 2008)



Fonte: GVcepe (2008, p.14)

II.2 – FUNDOS GESTORES

O maior fundo em atuação no Brasil é o Carlyle Group, primeiro no país e terceiro no mundo (LEAL, 2013). Dada sua eminência, lista-se no [Quadro 2.1](#) os dez maiores fundos de PE/VC do mundo para ilustrar o cenário internacional e a posição global dos fundos. O

Carlyle Group, que figura entre os maiores – de acordo com o ranking abaixo, de 2012, era o 5º; com a fonte de Leal (2013), o 3º; mas atualmente já ostenta a 2ª posição (ILEVEL, 2013) –, estreou suas operações no Brasil em 2007 com investimentos no mercado imobiliário.

Quadro 2.1 - Top 10 (PEI 300)

PEI 300 – TOP 50			
Posição	Gestor do Fundo	Matriz	Fundos levantados nos últimos 5 anos (em US\$mm)
1	TPG	Fort Worth (Texas)	\$49.987,00
2	The Blackstone Group	Nova Iorque	\$49.638,30
3	Kohlberg Kravis Roberts	Nova Iorque	\$47.689,87
4	Goldman Sachs Principal Investment Area	Nova Iorque	\$43.469,25
5	The Carlyle Group	Washington, DC	\$30.741,39
6	CVC Capital Partners	Londres	\$25.068,77
7	Apax Partners	Londres	\$22.823,88
8	Apollo Global Management	Nova Iorque	\$21.035,00
9	Bain Capital	Boston	\$21.033,49
10	Oaktree Capital Management	Los Angeles	\$17.632,31

Fonte: Private Equity International (2012, p.3)

II.2.A – O CASO DO CARLYLE

Para aprofundar a análise individualmente sobre este fundo, que é um dos maiores investidores em *private equity* do mundo, foi composta a subseção a seguir, que teve todo seu conteúdo (inclusive no item II.2.A.i) embasado sobre o relatório de casos apresentado pela ABVCAP (2013).

O Carlyle, é um dos maiores investidores em *private equity* do mundo, um gestor de ativos alternativos globais, com mais de US\$ 180 bilhões sob gestão, em 118 fundos e 81 fundos de fundos (fundos com dupla de diversificação: por um lado, investem em diversos ativos, como títulos públicos, crédito privado, contratos cambiais, derivativos e ações, entre outros; por outro, reúnem vários gestores, cada um deles especializado num desses ativos), aplicados em mais de 200 empresas. O Carlyle é o segundo maior fundo de PE/VC do mundo, e o maior no Brasil, tendo investido mais de R\$ 2 bilhões no país entre 2008 e hoje.

No Brasil, o foco do Carlyle são os setores ligados a consumo, varejo, saúde e turismo, que cresceram nos últimos anos por causa da expansão da renda e do aumento do número de consumidores da classe média. O fundo norte-americano detém as seguintes participações: CVC, Operadora de Turismo; Tok & Stok, varejista de móveis; RiHappy/PBKids, varejista de brinquedos; Scalina, fabricante e varejista de moda íntima, dona das marcas Trifil e Scala; Orguel, fabricante e locadora de equipamentos para construção baseada em Minas Gerais.

O mais atual grande negócio da Carlyle no país foi a aquisição da Qualicorp, empresa que oferece serviços de corretagem, consultoria, TPA (administração processual de pedidos médicos) e administração de benefícios para mais de 400 associações de classe e empresas no país. Seu maior negócio é a administração de benefícios, com planos de saúde de seguradoras parceiras (Sul América, Unimed, Bradesco Saúde, entre outras), de forma que se tornou líder no setor. Em 2011 a empresa definiu-se por uma capitalização através de abertura de capital em Bolsa, e o fundo de private equity norte-americano Carlyle, que já tinha experiência na área de saúde nos Estados Unidos, demonstrou interesse em investir na companhia. A empresa, então, optou pela oferta do fundo que, além de desembolsar R\$ 1,1 bilhão em equity, também agregava valor à sua gestão, já que tinha expertise no setor.

O fundo norte-americano Carlyle controlava uma empresa do segmento de saúde nos Estados Unidos chamada Multiplan. O CEO da Multiplan, também membro independente do Conselho de Administração da Qualicorp, anteviu a oportunidade e apresentou o Carlyle ao fundador da empresa num momento em que a empresa se preparava para a abertura de capital (IPO). Como o mercado de capitais estava especialmente volátil na época, havia muita incerteza sobre o sucesso do IPO, e resolveu-se que era mais interessante receber o investimento do fundo. Foi assim que adquiriram a totalidade de participação de um investidor financeiro (General Atlantic) mais metade da participação do fundador, ficando com 67% da companhia – a relação preexistente do Carlyle com o General Atlantic nos EUA pesou muito a favor da concretização do investimento. Os recursos investidos pelo Carlyle na Qualicorp vieram de dois fundos: o Carlyle Partners V, de US\$ 13,7 bilhões em ativos sob gestão, e o Carlyle South America Buyout Fund, de US\$ 1 bilhão em ativos sob gestão.

II.2.A.i – ALGUNS CASOS DE INTERESSE

Dada a importância deste fundo para o mercado brasileiro de PE/VC, convém discorrer pormenorizadamente sobre alguns casos particulares de empresas investidas pelo grupo, o que é feito abaixo.

A Qualicorp fora um sucesso incontestável, o fundo comprou o controle da empresa por 1,1 bilhão de reais em julho de 2010, e vendeu suas ações na bolsa ao cabo de apenas dois anos – embolsando lucro de 1,1 bilhão de reais (lucro de 100%). Entretanto, com o desaquecimento da economia tem sido difícil repetir o sucesso, e a preferência pelo investimento nos setores de consumo trouxe maus momentos para os outros investimentos.

A CVC sofreu, depois da abertura de capital fracassada, com a alta do dólar e a freada econômica. No ano passado o lucro caiu 82% e a receita cresceu apenas 5% (1/4 dos níveis pré-Carlyle). Mas, o caso mais problemático parece ser o da Scalina, fabricante das meias Trifil, empresa que crescia 20% ao ano antes de ser comprada pelo Carlyle em 2010. A nova gestão quis mudar completamente a empresa, elaborou um plano de aquisições, determinou metas para triplicar a receita, e ir à Bolsa em 2014; mas nada aconteceu. A presunção do grupo de financistas, que acredita poder tocar qualquer empresa melhor que seus fundadores, teve de ceder. E os irmãos fundadores da empresa, acabaram aceitos como conselheiros, o que os coloca vivendo em conflito com os executivos e o Carlyle. A Scalina encolheu e passou a dar prejuízo.

O caso problemático da Scalina levou o grupo a considerar com mais cuidado os processos de transição geridos por seus executivos. Na RiHappy, o atual presidente ficou um ano como consultor ao lado do fundador, antes de ser oficializado no cargo; e, na Tok&Stok, a fundadora fica na presidência até a abertura de capital ser concretizada (LEAL, 2013).

II.3 – CASOS BRASILEIROS DE SUCESSO

Após olhar atentamente para os casos de empresas investidas pelo Carlyle Group (principal fundo gestor de PE/VC no Brasil), tanto sucessos como insucessos, consideram-se a seguir casos mais gerais de experiências bem sucedidas. Desta vez por diversos fundos que

detiveram participação no capital de conhecidas empresas do país. O conteúdo descritivo dos casos abaixo foi adaptado de uma seção presente em Costa (2011, pp.24-29).

a) Diagnósticos da América S.A. (DASA)

Com grande atuação em São Paulo, Rio de Janeiro e Curitiba, a Diagnósticos da América Latina atende mais de 15.000 clientes, além de executar 80.000 exames por dia, em 148 unidades e 3 laboratórios centrais. As unidades operam sob oito marcas distintas, que possuem boa reputação em seus mercados, entre elas a Delboni Auriermo, Lavoisier, Lâmina, Bronstein e Curitiba Santa Casa.

Em 1999, o Pátria Banco de Negócios adquiriu uma parcela na DASA através de um fundo de *private equity*, permitindo a companhia se expandir até se tornar a maior empresa de medicina diagnóstica na América Latina. O bom resultado do investimento resultou na entrada da empresa no Novo Mercado da Bovespa, no dia 19 de novembro de 2004, arrecadando R\$ 377 milhões.

b) América Latina Logística (ALL)

A ALL, maior operadora logística com base ferroviária da América Latina, transporta uma variada gama de produtos (e.g. commodities agrícolas, insumos e fertilizantes, combustíveis, construção civil, florestal, siderúrgico, higiene e limpeza, eletroeletrônicos, automotivo e autopeças, embalagens, químico, petroquímico e bebidas) para clientes de diversos segmentos. Em uma área de cobertura que engloba mais de 62% do PIB do Mercosul, a Cia. oferece uma gama completa de serviços de logística, combinando a abrangência dos transportes ferroviário e rodoviário.

Após receber investimentos de fundos de *private equity* de empresas como a GP Investimentos, CSFB, Electra, e GEF; a ALL realizou considerável expansão. Contando com mais de 70 unidades de serviço localizadas nas principais cidades do Brasil, Argentina, Chile e Uruguai, além de centros de distribuição e 185 mil metros quadrados de áreas de armazenamento. A empresa administra uma malha férrea de 20.495 quilômetros de extensão, cobrindo o Sul de São Paulo, Paraná, Santa Catarina e Rio Grande do Sul, além da região central da Argentina. Também cruzando as fronteiras do Paraguai e Uruguai, e servindo o Chile por rodovia a partir da base logística intermodal de Mendoza, na Argentina. Seis dos

mais importantes portos do Brasil e Argentina são atendidos pela ALL. A empresa fez a sua primeira oferta pública de ações em 25 de junho de 2004 e arrecadou R\$ 588 milhões.

c) Submarino

Submarino é a empresa líder dentre aquelas que operam exclusivamente no varejo eletrônico no Brasil. Pertencente ao grupo B2W (subsidiária da Lojas Americanas S.A.), o site oferece centenas de milhares de itens, em dezenas de categorias de produtos, de cerca de mil fornecedores diferentes. Além de oferecer serviços de comércio eletrônico terceirizado para algumas empresas líderes na área de bens de consumo, como Natura, Nokia e Motorola.

A empresa vem crescendo significativamente desde o início de suas operações, em 1999, quando recebeu investimento de fundos de *private equity* das companhias GP Investimentos, Warburg Dillion, THLee, Santander, JPMorgan, e Flatiron. No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2004, a empresa registrou uma receita bruta de aproximadamente R\$ 361 milhões, representando uma taxa de crescimento anual de aproximadamente 68%, durante os últimos três exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2004.

d) Natura

Com 35 anos de mercado, a Natura ostenta posição de liderança no setor de cosméticos e produtos de higiene e de perfumaria. No fim da década de 80 a empresa promoveu ampla reorganização, e, novas empresas, que entre 1979 e 1981 tinham se agregado ao grupo, fundiram-se em 1989. Em seguida, no início da década de 90, a Natura formalizou seu compromisso social e preparou-se para a abertura do mercado brasileiro às importações. A expansão prosseguiu, e, em 1994, a empresa dava início à internacionalização. A partir daqui, uma multinacional, presente na Argentina, no Chile e no Peru (países nos quais estabeleceu centros de distribuição e trabalhou na formação de consultoras). Em 2005, a empresa obteve rendimento acima de R\$ 3,2 bilhões e renda líquida de R\$ 1,5 bilhões.

A Natura recebeu financiamento em *private equity* pelos investidores Janos Participações e BNDESPar. A empresa é reconhecida em responsabilidade corporativa e transparência, e, em maio de 2004, ingressou na Bovespa com o volume de R\$ 768 milhões.

e) GOL Linhas Aéreas

Gol Linhas Aéreas é considerada uma das empresas de mais rápido crescimento no mundo. Iniciou suas atividades no ano de 2001, e possui *market share* de mais de um terço do mercado aéreo brasileiro.

A Gol entrou em negociação com o AIG Capital em abril de 2002, a fim de receber investimentos nas primeiras etapas de crescimento. Com a captação de US\$26 milhões, a companhia ampliou os seus serviços no mercado internacional e continuou a crescer. Em 2004, ingressou na Bovespa, arrecadando mais de US\$280 milhões.

f) Localiza

Localiza é a maior rede de aluguel de carros do Brasil, em número de agência, com uma rede de atendimento que inclui 283 agências, sendo 96 próprias e 187 franqueados. Além disso está presente em seis países e 203 cidades da América Latina. Operando nos negócios de aluguel de carros, administração e aluguel de frotas e concessão de franquias, que são complementares e sinérgicos.

Em 1997, Donaldson, Lufkin & Jenrette comprou um terço da empresa por US\$50 milhões. Este investimento permitiu crescimento e obtenção de credibilidade no mercado. A companhia realizou uma saída de sucesso em 2005, quando a Credit Suisse vendeu sua parte na empresa através de IPO na Bovespa, levantando cerca de US\$130 milhões com a emissão (a Credit Suisse recebeu mais de US\$20 milhões em dividendos).

g) Universo Online – UOL

UOL é o principal portal de mídia online e empresa de Internet no Brasil, com base em páginas vistas e tempo de permanência online por mês, e número de assinantes. A Companhia é pioneira no desenvolvimento da Internet no Brasil, e desde sua fundação (em 1996) tem sido bem sucedido na manutenção de sua audiência.

O UOL provê acesso local à Internet em mais de 3.000 localidades no Brasil e 14.000 no exterior. Desde 1999 atua também como portal e provedor de acesso na Argentina. Segundo o IBOPE/NetRatings, o UOL teve média de 7,1 milhões de visitantes únicos domiciliares mensais no Brasil em 2004 – número que lhe dá a primeira posição no ranking

dos maiores portais de conteúdo do país, e representa cerca de 63% de alcance nesse mercado. Em 2005 possuía mais de 1,4 milhão de assinantes pagantes de conteúdo.

O Morgan Stanley comprou, em 1999, posição minoritária na empresa por US\$100 milhões, obtendo 12,5% da companhia. Realizando saída com sucesso em IPO na Bovespa, em 2005, com um volume de R\$ 555 milhões.

h) Lupatech

Fundada em 1980, a Lupatech é a empresa brasileira líder em produção e comercialização de válvulas industriais para aplicação, principalmente, na indústria de petróleo e gás. Ela também ostenta posição proeminente no mercado internacional, em desenvolvimento e produção de peças complexas e subconjuntos, em ligas metálicas, notadamente para a indústria automotiva mundial, por meio dos processos de fundição de precisão e injeção de aço.

A Companhia tem um histórico importante de relacionamento com investidores de PE/VC, diferenciando-a de outras empresas do setor. O prolongado relacionamento com notáveis investidores, tais como Bozano Simonsen Advent, CRP Caderi, GP Investimentos e Axxon Group, além da BNDESPAR, consolidou uma cultura de transparência, criação de valor para acionistas e adoção de práticas superiores de governança corporativa – incluindo a presença de um conselho de administração atuante desde 1987. A Lupatech pode ser considerada um caso clássico para o setor, sendo a primeira companhia a ser investida pelo primeiro fundo estruturado sob as normas da Instrução CVM nº 209/94 (Fundos Mútuos de Empresas Emergentes) e tendo passado por todas as etapas de capitalização do sistema de *private equity*.

II.4 – REGULAÇÃO BRASILEIRA

Depois de constatada a proeminência do setor, e crescente atuação no mercado de participações financeiras, é necessário evidenciar o aparato governamental articulado para regulamentar a atuação dos fundos de PE/VC no Brasil. Os mais importantes órgãos da administração pública envolvidos com o setor são a CVM e o BNDES, conforme descrições contempladas nos subitens a seguir.

II.4.A – REGULAMENTAÇÃO (CVM)

A primeira regulamentação do mercado de capitais diretamente direcionada ao setor de PE/VC se deu com a edição da instrução número 209/94 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Mas o verdadeiro arcabouço regulatório do setor foi organizado na década seguinte, pois, segundo Fortes, Silveira e Bacic (2012, p.3), “Uma maior dinâmica é observada após 2004, com o crescimento da economia nacional e de seu mercado de capitais, além da constituição de uma regulamentação apropriada para este setor”.

Sobre a regulamentação da governança corporativa, um ponto importante é a sua composição e as diferentes funções desempenhadas pelo conselho de administração. Por ser papel deste conselho supervisionar a atuação e o desempenho dos administradores, é fundamental que apresente certa independência em relação à gestão da empresa, e por essa razão:

[...] os códigos de boas práticas de governança corporativa (e.g., IBGC, 2004; CVM, 2002) costumam recomendar um número mínimo de conselheiros independentes, como forma de tornar o processo de monitoramento da gestão mais objetivo e eficaz. Do ponto de vista da teoria de agência, esse tipo de recomendação visa reduzir o conflito potencial de interesses entre acionistas (principais) e administradores (agentes). (GIOIELLI, 2008, p.10)

Adicionalmente, podem ser citadas as regulamentações de natureza contratual, tais como: as estabelecidas pelas instruções CVM 391/03 e 209/94 – que dispõem sobre a participação dos gestores no processo decisório de companhias investidas abertas ou de capital fechado, o modelo de remuneração e incentivos aos gestores, e estatuem sobre o funcionamento de comitês de investimento, comitês técnicos e conselhos consultivos; e as estabelecidas sobre o regulamento do fundo – que deverá dispor sobre questões de conflitos de interesses entre investidores e gestores, método para a determinação do valor de cotas e contabilização dos ativos, tratamento de despesas relacionadas à gestão e operação dos fundos, e acesso de investidores a informações sobre empresas da carteira do fundo. Ainda, segundo Lopes e Furtado (2006, p.110), “São, igualmente, mandatórios o registro automático dos FIPs [Fundos de Investimento em Participação] e FIEEs [Fundos de Investimento em Empresas Emergentes] na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, sua submissão bem como de sua ação fiscalizadora”.

Apesar da série de regulamentações administradas ao setor, ainda restam lacunas a serem preenchidas pelo aparato legislativo. No ano retrasado a ABVCAP apresentou proposta à CVM para consolidar as instruções que tratam dos fundos de PE/VC (em especial as instruções 209 e 391), pois, de acordo com a associação, atualmente existem diversas instruções da CVM tratando de diferentes subtipos de FIPs (Fundos de Investimento em Participação), o que gera complexidade conforme relatado por Bruno (2012).

Entretanto, a evolução já apresentada denota um processo de continuado aperfeiçoamento, o que parece demonstrar tendência à otimização da atividade de PE/VC – que vem apresentando crescimento no país.

II.2.B – GESTÃO (BNDESPAR)

No Brasil, as principais instituições do mercado que apoiam o desenvolvimento da atividade de PE/VC são:

Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP); Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Participações (BNDESPar); Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa); [Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP (GVcepe)]; Emerging Markets Private Equity Association (EMPEA), Washington, DC, EUA; Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP); Fundação dos Economistas Federais (FUNCEF); Instituto Empreender Endeavor; e International Finance Corporation (IFC), Washington, DC, EUA. (RIBEIRO, 2005, p.54).⁴

O Estado atua como gestor através do BNDES, que “começou [sua experiência] em 1974, com a criação de três subsidiárias voltadas para esta atividade, que seriam fundidas em 1982, sob o nome BNDESPAR” (MEIRELLES et al., 2008, p.14). Atualmente, atua por meio de duas subunidades do BNDESPar, o BNDESPar *Private Equity* e o BNDESPar *Venture Capital*.

Mas este papel como gestor direto, segundo Ribeiro (2005, p.63), “é relativamente limitado (o comprometimento do BNDESPar é de apenas 3% do capital)”. Apesar de sua carteira de investimentos conter cerca de 15% de todas empresas do portfólio agregado da indústria, esta limitação impedia que houvesse investimentos substantivos para participações mais significativas nas empresas. Contudo, estas instruções foram sendo atualizadas e

⁴ Texto entre colchetes inserido pelo autor como forma de atualização da lista de instituições.

expandidas, e já possibilitam grandes participações, como, por exemplo, detenção de 1/4 da JBS (dona das marcas Friboi e Swift)⁵.

Hoje, a política do BNDESPar permite investir em emissões de até R\$300 milhões (com prazo igual ou superior a quatro anos), podendo aplicar no limite de 50% da emissão (no caso de operações até R\$ 75 milhões, pode atingir a cifra de até 100%). A carteira de investimentos da BNDESPar (que fechou 2012 com R\$ 90 bilhões em ativos, sendo R\$ 76,3 bilhões em ações) responde por entre 15% e 20% dos ativos do banco apenas, mas é responsável por cerca de metade do seu resultado (FOLEGO, 2013). Seu desempenho é tamanho, que, a redução dos *spreads* nos financiamentos do BNDES foi apoiada pela carteira de valores mobiliários do BNDESPar; ou seja, a cifra dos lucros obtidos com as operações de investimento dos fundos possibilitou o custeamento das taxas de juros reduzidas para empréstimos pelo BNDES.

Este tipo de resultado parece condizer com as expectativas do setor, e o fato de metade do resultado do BNDES responder à carteira do BNDESPar – com apenas 15%-20% dos ativos do banco – ratifica a atenção dispensada a esta atividade, devendo sua projeção para os próximos anos ser positiva.

Tendo avaliado e considerado todas estas características, observações teóricas, casos empíricos, e até mesmo a regulamentação e atuação estatal sobre o assunto; tem-se a seguir a pesquisa econométrica levada a cabo sobre a atividade de PE/VC no Brasil.

⁵ Investigação própria do autor, composição acionária da empresa apresentada em seu portal de relações com investidores. Disponível em: <http://jbss.infoinvest.com.br/static/ptb/composicao-acionaria-e-societaria.asp>.

CAPÍTULO III – A PESQUISA

Os dados estatísticos levantados para a presente pesquisa levam em consideração não só uma justificativa teórica, como uma preocupação com a adequação metodológica e a observância a diversos aspectos da bibliografia revisada. Os pormenores destes pontos serão descritos adiante.

III.1 – JUSTIFICATIVA TEÓRICA

A busca por informações sobre a atividade dos fundos em atuação apresenta-se tarefa intrincada, justamente pelo caráter privado (*private*) da operação. Os dados publicados pelo setor de PE/VC geralmente expõem apenas os resultados consolidados dos fundos, nada apresentando sobre as atividades diretas em seu portfólio, isto é, das empresas em si. Conforme colocado por Sonoda (2008, p.12):

Dado o histórico recente da indústria brasileira de PE/VC e a dificuldade de levantamento das informações, muitos trabalhos encontrados na literatura brasileira têm uma característica descritiva e/ou exploratória e poucos abordam especificamente as empresas, voltando-se para as organizações gestoras de PE/VC.

Visando, este trabalho, aos resultados diretos sobre as empresas investidas por fundos de PE, a fim de não limitar-se ao estudo das organizações gestoras de tais fundos, pode ser levado em consideração uma diversificação da abordagem através do foco em resultados pós-investidura por PE/VC, pois,

Uma questão de grande interesse e ainda não abordada pela literatura nacional, principalmente devido à falta de informações seguras disponíveis, é o desempenho de longo prazo das empresas investidas por PE/VC. Contudo, trabalhos futuros podem preencher esta lacuna utilizando dados de retorno pós-IPO das companhias da amostra do presente estudo, cujo histórico se tornará suficiente dentro de mais alguns anos. (GIOIELLI, 2008, p.98)

Desta forma, a escolha pela análise presente de performance das empresas investidas pode praticamente ser abandonada. Considerando o pragmatismo da busca, a opção mais viável consiste na busca pelo histórico de desempenho das empresas já investidas por PE/VC e devolvidas à gestão original por IPO em Bolsa de Valores, uma vez que há informações e dados em demonstrativos financeiros abertos ao público sobre o desempenho pós-investidura por PE de tais empresas.

III.2 – REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

A literatura econômica e financeira sobre a atividade de PE/VC é bastante vasta. Após estudar as compilações de Metrick & Yasuda (2011) sobre a conceituação da atividade e sobre toda a lógica econômica por detrás do uso da ferramenta de *buyouts* como forma de alavancar os negócios de companhias investidas por fundos de PE/VC, pode-se dar prosseguimento à descrição do mercado existente para o aporte destes fundos. Mas, como o foco deste trabalho é direcionado ao cenário brasileiro, a literatura mais estudada foi a nacional. Neste setor residem as análises de Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) que resultaram no "Primeiro Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital*", onde há uma análise de PE/VC no Brasil com a caracterização minuciosa de seus componentes. Nele o modelo doméstico de PE/VC foi estudado à luz de suas diferenças institucionais e macroeconômicas com os países anglo-saxônicos, i.e. Estados Unidos e Grã-Bretanha, pioneiros em sua disseminação. Posteriormente, fora lançado o Segundo Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital*, enriquecendo a análise e aprofundando seu exame. Mas desta vez sob a intitulação de "A indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*: 2º Censo Brasileiro", e como trabalho institucional da ABDI (2009). Neste trabalho utilizou-se como base o "Panorama da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*", também um relatório institucional, publicado pelo GVcepe (2008).

Pesquisaram-se alguns temas relacionados ao assunto, como por exemplo, em Gioielli (2008), onde a autora realiza um estudo sobre a influência de tópicos em governança corporativa sobre o desempenho de empresas. Baseando-se em teorias de conflitos de agência, como em Jensen & Meckling (1976), analisa Gioielli (2008) uma amostra de empresas estreantes na Bovespa (i.e. que realizaram IPO) entre 2004 e 2007, ratificando algumas evidências destes autores. Sonoda (2008) utiliza uma amostra semelhante, mas aqui para analisar a existência de *underpricing* no valor de emissão destas companhias. Tal fato seria justificado pela predisposição dos emissores a oferecerem ações com certo deságio, assim permitindo um pequeno percentual para retorno imediato aos compradores de suas ações no primeiro dia de negociação. Contudo, os resultados empíricos de sua análise apontaram para insignificância estatística quanto à diferenciação de resultados entre os grupos *com* presença de fundos de PE/VC e aqueles *sem*.

Finalmente, os estudos que mais influenciaram a presente monografia foram os de Costa (2011) e Fortes (2012). O primeiro autor efetua a avaliação de empresas investidas por

PE/VC através de investigação dos balanços patrimoniais e contábeis, obtendo alguma evidência sobre o maior grau de previsibilidade dos fluxos de caixa descontados pelas companhias investidas. O segundo, que relaciona-se ainda mais diretamente a este estudo, elaborou uma comparação entre o desempenho de empresas que tiveram presença de fundos de PE/VC contra um grupo de controle. Para tal, compilou uma lista dos IPOs realizados entre 2004 e 2007, e utilizou-se de um índice para mensurar os retornos anormais acumulados (CAR) sobre o valor de mercado das empresas após o IPO em Bolsa de Valores. Como este último estudo é aquele que embasa nossa metodologia, discorrer-se-á sobre sua composição a seguir.

III.3 – METODOLOGIA

A metodologia utilizada neste trabalho é baseada⁶ na mesma presente em Fortes et al. (2012), tendo seu formato adaptado a fim de estender o período de análise ao tempo presente. O período abrangido no trabalho original, desenvolvido para o XV Semead da FEA-USP, é de apenas 3 anos, tendo recebido adaptação aqui para adotar uma cobertura sobre os 6 anos posteriores ao egresso dos fundos de PE/VC.

III.3.A – AMOSTRA

A amostra utilizada compreende todos os IPOs realizados em 2007, tanto por empresas *PEbacked* – i.e. anteriormente investidas por PE/VC e realizando saída dos capitais em Bolsa de Valores através de *buyback* –, como por empresas comuns (“não *PEbacked*”). Sendo que,

“[...] foram extraídas do estudo [...] *follow-ons*, que são ofertas públicas de empresas que já tinham suas ações sendo negociadas no mercado de ações, também chamadas de ofertas subsequentes. Também foram retiradas da amostra oito empresas com sede fora do país que emitiram BDR's (*Brazilian Depositary Receipts*), já que o desempenho destas companhias está fortemente atrelado a eventos que ocorrem em seus países sede. Por último, foram excluídas as emissões de sete empresas cujas ações não permaneceram ativas por três anos, em geral por motivo de fusões e aquisições.” (FORTES et al.; 2012; p.6)

A coleta de dados se estende até o final do exercício de 2013, mas, de forma a considerarem-se equitativamente as amostras individuais por empresa, a comparação de dados considera os 1.512 dias (6 anos de 252 dias úteis) de negociação subsequentes à abertura de capital de cada

⁶ Com algumas simplificações para viabilizar sua apresentação.

empresa, compondo amostras equivalentes independentemente do intervalo que separa as datas dos respectivos IPOs. Todas as cotações foram disponibilizadas pela *Capital IQ - McGraw-Hill Financial*, através do portal *Yahoo Finance*⁷. Uma lista com todas as 43 empresas que constituem a amostra selecionada é apresentada no Anexo 1.

III.3.B – TÉCNICAS DE ANÁLISE

A medida escolhida para avaliação do desempenho apresentado por estas empresas foi o *CAR (Cumulative Abnormal Returns)*, ou "Retornos Anormais Acumulados". O cálculo deste coeficiente se dá mediante a diferença obtida entre o retorno acumulado de um investimento e a média de mercado. E abordam-se aqui, efetivamente, a diferença entre os ganhos acumulados pela precificação das ações da empresa alvo em Bolsa, contra a média da Bovespa. Para a média de mercado utilizou-se o IBOV (Índice Bovespa) como parâmetro, pois o uso do desempenho médio, das ações de maior volume, negociadas na Bovespa configura-se como o melhor indicador disponível.

A vantagem no uso desta medida é neutralizar os efeitos sazonais, de ciclos econômicos ou medidas macroeconômicas específicas, sobre as variações do coeficiente – pois, uma vez estabelecida a comparação quanto à média de mercado, quantificou-se apenas a performance acumulada de um dado investimento em relação à média (e sabe-se que a ausência desta pareação causaria enormes prejuízos à análise, face à crise de 2008, ocorrida apenas um ano após estes IPOs) –, além de possibilitar a comparação entre empresas que realizaram abertura de capital em datas distintas, sem prejuízo de validade dos dados comparativos.

De forma a obter o *CAR*, primeiro calcula-se o *retorno percentual diário* de cada ação:

$$R_{i,t} = \ln(P_{i,t}/P_{i,t-1})$$

onde $P_{i,t}$ é o preço da ação i no dia t , e $P_{i,t-1}$ no dia $t - 1$.

Feito isso, calcula-se a diferença entre o retorno percentual diário de cada ação e a rentabilidade da carteira de mercado, o que compõe os *retornos anormais diários (Abnormal Returns)*:

⁷ Disponível no endereço: <https://br.financas.yahoo.com/>.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

onde $R_{m,t}$ é o retorno percentual diário de mercado. Calculado da mesma forma que na fórmula anterior, apenas com substituição das cotações da ação pelas do Ibovespa.

O *retorno anormal acumulado* da ação de cada empresa i foi calculado pelo somatório dos retornos anormais diários entre o início da operação (data do IPO) e os 1.512 dias (seis anos) subsequentes:

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^{1512} AR_{i,t}$$

A partir destes dados mensurou-se o retorno médio da amostra, por média aritmética simples, para cada um dos grupos de empresas (*com* e *sem* PE), através da seguinte fórmula:

$$\overline{CAR}_k = \frac{\sum_{i=1}^{n_k} CAR_i}{n_k}$$

onde a média de CAR é obtida para cada grupo, k , através do somatório, das n observações existentes para o grupo, ponderado por este mesmo número de observações.

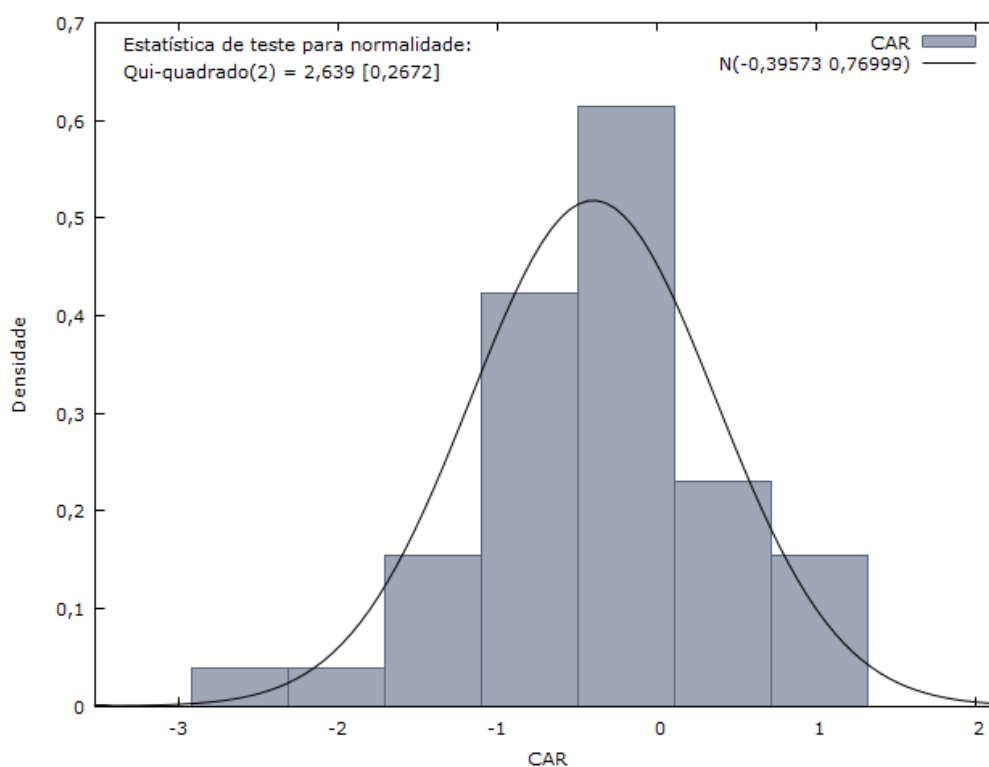
Em seguida realiza-se um teste de hipótese, para diferença das médias entre os dois grupos, através da estatística t de *Student*:

$$t = \frac{\overline{CAR}_A + \overline{CAR}_B - \mu_0}{\left(s_A^2/n_A + s_B^2/n_B \right)^{1/2}}$$

onde: CAR_A e CAR_B representam as médias das duas amostras; s_A^2 e s_B^2 são as variâncias; n_A e n_B são os números de observações; μ_0 é o valor assumido pela hipótese nula, que corresponde aqui ao teste de igualdade das médias populacionais, isto é, $H_0: \mu_A = \mu_B$, contra a hipótese alternativa, $H_1: \mu_A \neq \mu_B$.

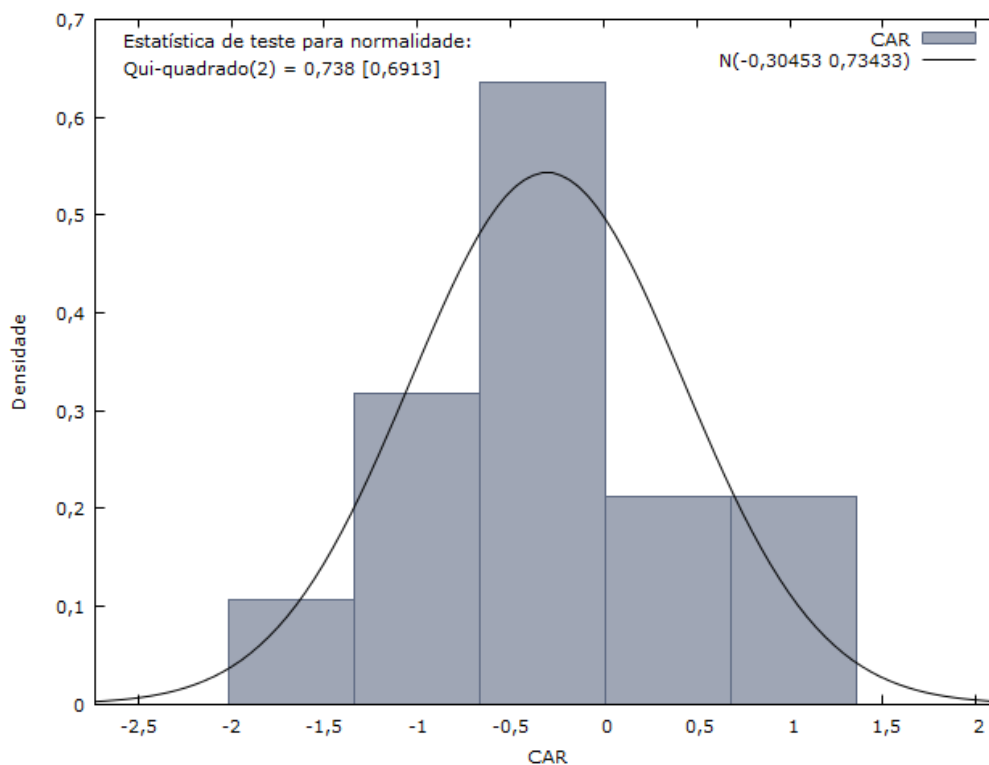
Contudo, antes de apresentar os resultados do teste, convém demonstrar os testes para normalidade de distribuição da série (realizados por método gráfico através do histograma da distribuição):

Figura 3.1 - Resultado do Teste Considerando Ambos os Grupos



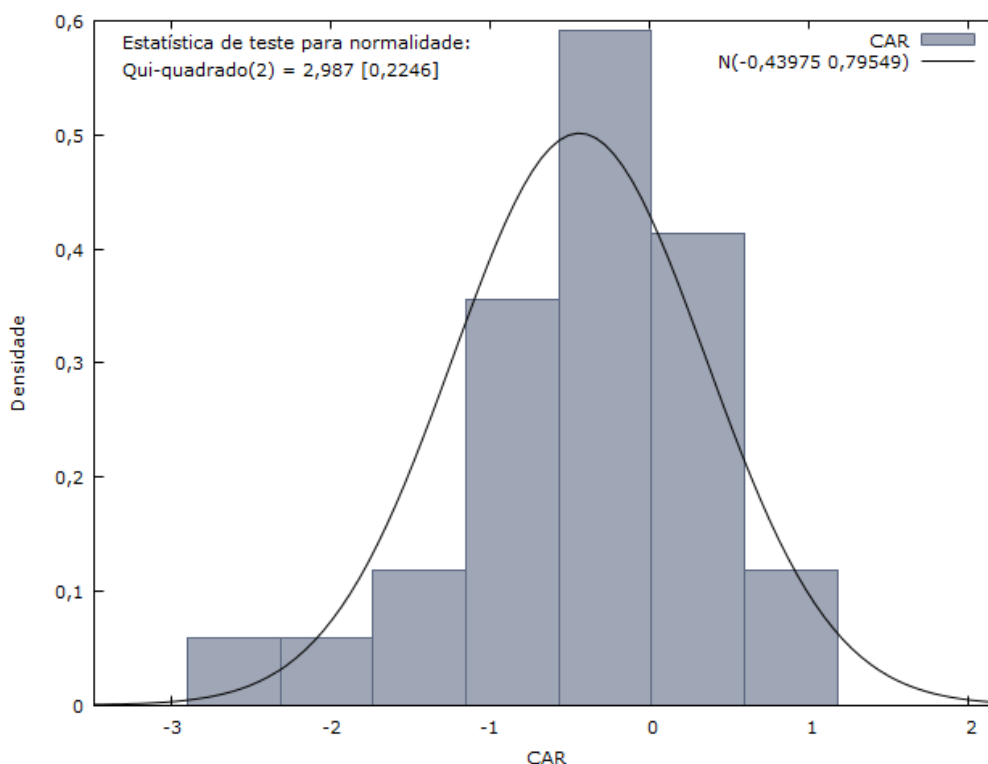
Teste para a hipótese nula de distribuição normal:
Qui-quadrado (2) = 2,639 com *p*-valor 0,26720

Figura 3.2 - Resultado do Teste para o Grupo Com PE



Teste para a hipótese nula de distribuição normal:
Qui-quadrado (2) = 0,738 com *p*-valor 0,69132

Figura 3.3 - Resultado do Teste para o Grupo *Sem PE*



Teste para a hipótese nula de distribuição normal:
Qui-quadrado (2) = 2,987 com *p*-valor 0,22460

Inicialmente, os testes de normalidade apontavam a presença de três *outliers* na amostra. Contudo, após revisão de especificação das variáveis, foi verificada a existência de observações pontuais, únicas para cada ação, com alto grau de discrepância em relação aos demais 1.511 índices de variação nas cotações. Decorre desta investigação que algumas empresas realizaram emissão primária recorrente após seu IPO inicial. Dentre elas, as que se utilizaram do mecanismo de diluição acionária e com isso alteraram o valor de cotação das ações bruscamente em um único dia, tiveram o *AR* (retorno anormal diário) para a cotação do referido dia anulado de forma a eliminar as distorções no conjunto amostral. Assim, a anormalidade foi corrigida, e mais nenhuma observação apontou comportamento significativamente fora da curva após esta reavaliação. E, enfim, dos resultados acima observados, depreende-se que não se pode rejeitar a hipótese nula da existência de distribuição normal.

Então, finalmente, torna-se possível fazer:

$$t = \frac{(-0,30453) + (-0,43975) - 0}{(0,03852 + 0,02182)^{1/2}} = -3,03000$$

que é suficiente para rejeitar a hipótese nula, da igualdade entre as médias populacionais, com um grau de confiança de 99%.

Por fim, para avaliar os fatores determinantes do desempenho das empresas ao longo dos seis anos após o IPO, utiliza-se uma regressão linear múltipla, em que os retornos anormais acumulados são explicados por seis variáveis:

$$CAR_i = \alpha_i + \beta VE_i + \gamma PP_i + \delta MC_i + \rho FF + \omega GC_i + \theta PE_i + \varepsilon_i$$

onde: *VE* é o valor da emissão, em logaritmo natural; *PP* é o percentual da emissão que foi primária; *MC* é o *market cap* (valor de mercado da empresa), também em logaritmo; *FF* é o percentual de ações em *free float* após o IPO; *GC* é uma variável *dummy* para o nível de governança corporativa da empresa, *PE* é outra *dummy* para a presença de PE/VC no capital da empresa, ou não; e ε é o termo de erro.

Convém descrever detalhadamente o conteúdo de cada uma dessas variáveis antes de prosseguir:

- a) Valor da Emissão (*VE*) – calculado pela multiplicação da quantidade de títulos ofertados ao mercado e o respectivo preço dos papéis. Considera-se aqui os valores contidos no "Anúncio de Encerramento" de cada operação, disponibilizados no portal de Oferta Pública de Ações da BM&FBovespa⁸ ou diretamente no portal de Relações com Investidores de cada empresa;
- b) Percentual da emissão que foi Primária (*PP*) – quantidade de títulos da Oferta Primária em relação ao total (contabilizando emissão Primária + Secundária). Considera-se aqui, também, os valores contidos no "Anúncio de Encerramento" de cada operação.
- c) Valor de Mercado da Empresa (*MC*) – avaliado pela multiplicação do preço (alcançado pela ação no IPO) pelo número total de ações que compõem o capital social da companhia após a oferta pública, isto é, a quantidade de ações da empresa antes do IPO mais a quantidade adicionada pela oferta primária. Considera-se aqui, o preço e montante de ações primárias emitidas apresentados no "Anúncio de Encerramento"; e a composição prévia do capital social (i.e. quantitativo de ações existentes anteriormente ao IPO) presente no "Prospecto Definitivo", da oferta pública de distribuição de ações, de cada companhia.

⁸ Disponível no endereço: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes/ofertas-publicas/ofertas-publicas.aspx?idioma=pt-br>.

Baseando-se em Brav e Gompers (1997, *apud* FORTES et al., 2012, p.9), o *CAR* deveria ser positivamente influenciado pelo valor de mercado da companhia no momento do IPO.

d) *Free float (FF)* – calculado pela razão entre o número de ações em circulação no mercado e a quantidade total de ações existentes da empresa (no momento imediatamente após a abertura de capital). *A priori* deveria possuir relação positiva com o *CAR*, pois a fragmentação proprietária é vista como medida positiva de governança corporativa pelo mercado.

e) Nível de Governança Corporativa (GC) – são segmentos criados pela Bovespa para caracterizar regras de governança corporativa seguidas pelas empresas. Aqui a *dummy* assume valor um para empresas listadas no mais alto nível de transparência, "Novo Mercado", e zero caso contrário, "Nível 1" ou "Nível 2". No segmento de listagem mais alto, em tese, os conflitos entre acionistas e administradores seriam reduzidos (impactando positivamente no *CAR*).

f) Presença de fundos de *Private Equity* (PE) – a *dummy* assume valor um para empresas *PEbacked* e zero para empresas não-*PEbacked*. A lista de empresas aqui considerada é baseada⁹ naquela divulgada por Fortes et al. (2012). A investidora por fundos de PE/VC é vista como fator valorizador da empresa, esperando-se uma relação positiva desta *dummy* com o *CAR*.

III.4 – RESULTADOS OBTIDOS

A estimação dos valores dos coeficientes de cada variável independente foi obtida pelo método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), e todo o instrumental econométrico inerente à manipulação deste modelo pode ser encontrado em Gujarati (2004) e Wooldridge (2012). Todas as ratificações para os resultados obtidos com a regressão foram realizadas através do *software Gretl*.

⁹ Eventuais comparações com listas similares, assim como investigação direta na folha de "Principais Acionistas" contidas em "Prospecto Definitivo" das empresas, levaram a algumas alterações. Conforme será mencionado, com mais detalhes, em seguida.

III.4.A – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Duas alterações foram realizadas em relação à amostra original, para 2007, presente em Fortes et al. (2012): (i) substituição – a empresa *CR2* constava como *PEbacked*, mas comparações com as listas demonstradas por Sonoda (2008) e Gioielli (2008) mostram o contrário; (ii) substituição – pelo mesmo motivo do item anterior, a empresa *Multiplan*, catalogada como não-*PEbacked*, foi transferida para o outro grupo após investigação direta no *Prospecto Definitivo* da oferta pública de ações apontar para a presença de atividade de PE/VC relacionada à empresa. Todas as demais empresas omitidas, em sua maioria por fechamento de capital, não foram analisadas por impossibilidade de acesso às suas cotações ou insuficiência de dados para satisfazer o montante necessário de 1.512 observações. Tais empresas estão compreendidas no Anexo 2 deste trabalho, juntamente com suas respectivas justificativas para ausência da amostra.

Dito isso, tem-se a apresentação na Tabela 3.1 das estatísticas das amostras de empresas do presente estudo, separadas entre *com* e *sem* presença de PE: das 43 empresas analisadas, 14 apresentavam atividade de fundos de PE em sua estrutura de capital.

Tabela 3.1 - Estatísticas Descritivas do Teste

Grupo de empresas	Estatística	VE	PP	FF	MC
<i>PEbacked</i>	Média	630,26	76,85%	49,03%	2.126,70
	Mediana	531,98	74,32%	46,00%	1.537,90
	Máximo	1.616,80	100,00%	94,00%	6.800,00
	Mínimo	349,58	43,49%	23,60%	393,75
	Desvio padrão	323,07	19,89%	19,85%	1.718,00
	Observações	14	14	14	14
Não- <i>PEbacked</i>	Média	591,09	84,70%	36,39%	2.324,00
	Mediana	529,20	98,45%	34,00%	1.726,70
	Máximo	1.092,50	100,00%	99,00%	7.170,20
	Mínimo	251,83	52,27%	21,00%	706,73
	Desvio padrão	216,68	18,27%	14,42%	1.683,60
	Observações	29	29	29	29

Perante os valores obtidos, é possível apontar dois fatos relevantes quanto aos resultados esperados, um em consonância com a teoria e outro em dissonância. A diferença

entre as médias observadas para o valor de emissão, *VE*, apontam primeiramente para uma média superior do grupo *com* PE – o que é esperado dado a maior visibilidade das empresas investidas –; mas, a média observada para o valor de mercado das empresas, *MC*, é maior para o grupo *sem* PE. Uma possibilidade explicativa seria a relação das empresas *sem* PE com um maior percentual de emissão primária de ações, o que está geralmente ligado à impulsão do valor de mercado pela emissão de novas ações. As demais estatísticas, isto é, *PP* e *FF*, estão em acordo com o esperado. O percentual da emissão que foi primária para o grupo *com* PE é menor devido à recompra de ações dos fundos, realizados por emissão secundária, o que é inerente à natureza das operações de PE/VC¹⁰; e o percentual de ações das companhias em *free float* é maior no grupo *com* PE provavelmente pelo mesmo motivo relacionado ao item anterior, isto é, justamente a natureza de recolocação das ações do fundo no mercado, pois no *buyback* parte das ações da controladoria são devolvidas ao mercado, sendo mais crível que exista maior percentual de ações em circulação neste caso.

A diferença destes resultados em relação à amostra original pode ser contabilizada por: (a) diversidade natural pela divergência da abrangência por anos; (b) restrição de uso dos IPOs somente do ano de 2007; (c) menor número de empresas que ainda estão disponíveis em listagem na Bovespa hoje; (d) assim como por uma leve diferença na metodologia, pois, *VC* e *MC*, para eles "[foram] calculado[s] pela multiplicação entre o número de títulos (ações ou *units*) ofertados ao mercado e o respectivo preço destes papéis, considerando o *prospecto definitivo* de Oferta Pública de Ações de cada operação" (FORTES et al., 2012), ao passo que aqui os valores foram atualizados pelo *anúncio de encerramento* – divulgado posteriormente àquele, somente após conclusão do processo de oferta (contabilizando eventuais diferenças por emissão de lotes suplementares).

III.4.B – REGRESSÃO

O resultado da regressão múltipla está apresentado na Tabela 3.2 a seguir:

¹⁰ "O [...] início do [...] ciclo de desinvestimentos da indústria brasileira de PE/VC por meio de IPOs [...] mostra sua capacidade de realizar um ciclo completo de investimentos, tal como ocorre nos países desenvolvidos" (CARVALHO et al., 2006, p.19).

Tabela 3.2 - Resultados da Análise de Regressão I

Variável	Coefficiente	Erro padrão	Estatística <i>t</i>	Significância
constante	-0,77640	2,47276	-0,3140	0,7553
PE <i>dummy</i>	0,24475	0,28405	0,8617	0,3946
GC <i>dummy</i>	-0,19436	0,30766	-0,6317	0,5316
VE <i>log</i>	-0,11980	0,45098	-0,2656	0,7920
MC <i>log</i>	0,18854	0,26868	0,7017	0,4874
FF	-0,34831	0,87279	-0,3991	0,6922
PP	-0,08254	0,69007	-0,1196	0,9055
$R^2 = 6.40\%$				
$F(6, 36) = 0.410002$				

O *p*-valor do teste *F* para as 6 variáveis explicativas com 36 graus de liberdade (i.e. = 43-7) obteve valor de 0,410002, estando longe de ser significativo.

Aparentemente, excetuando-se *PE* e *MC*, todas as variáveis tiveram sinal contrário ao esperado. Os efeitos de *GC* e *PP* já foram explicados por Fortes et al. (2012, pp.17-18), pelo fato de "as empresas *PEbacked* [terem], na média, uma menor porcentagem das ações emitidas que foram primárias. Como estas corporações apresentaram *CAR* médio mais alto, faz sentido a *PP* ter influência negativa sobre o retorno anormal acumulado". Já em relação a *GC*, a explicação reside na alta taxa de adesão ao segmento do Novo Mercado dentre os IPOs realizados nesta época.¹¹ Como a maioria dos resultados de *CAR* da amostra são negativos para o período (29 em 43 observações), encontra-se nisso, possivelmente, sua explicação.

O sinal negativo atribuído a *VE* também é encontrado nos resultados destes autores, no entanto, não recebe explicações teóricas. A verdadeira surpresa foi *FF*, pois a despeito da descrição anterior na seção III.3.B (com a expectativa de estabelecimento de uma relação positiva com o *CAR* por parte desta variável), teve ela, também, seu sinal trocado. Nossa interpretação para o ocorrido decorre do seguinte fato: o *free float* possivelmente constituiria relação negativa nos casos em que, entregando a valoração dos títulos acionários ao mercado – que reage com excessiva volatilidade aos ciclos econômicos – estariam entregando-a à *fortuna* de Maquiavel, sob as variações em Bolsa, em lugar da *virtú*, quando sob a gestão de uma controladoria sólida e estável. Ademais, conforme pontuado por Jensen (1986), o fechamento de capital pode representar medida positiva de governança corporativa. Então,

¹¹ Apenas 11 das 43 empresas analisadas (cerca de 26% da amostra) não estavam listadas neste segmento – das quais 2 eram *PEbacked* (cerca de 15% do grupo), e 9 não-*PEbacked* (cerca de 30% do grupo).

quando da saída dos fundos e devolução acionária ao mercado, o aumento do *free float* e a nova controladoria mais difusa podem representar efeitos negativos em conflitos de agência.

Ao avaliar o grau de correlação apresentado por estas variáveis, obtêm-se os seguintes resultados:

Tabela 3.3 - Matriz de Correlação Entre as Variáveis

	<i>CAR</i>	<i>PE</i>	<i>GC</i>	<i>VE</i>	<i>MC</i>	<i>FF</i>	<i>PP</i>
<i>CAR</i>	1	0,0833	-0,1503	0,0742	0,1811	-0,111	-0,0156
<i>PE</i>		1	0,1799	0,0561	-0,1266	0,3483	-0,1965
<i>GC</i>			1	-0,2289	-0,3715	0,2379	-0,0365
<i>VE</i>				1	0,5955	0,0526	-0,1972
<i>MC</i>					1	-0,3620	0,0198
<i>FF</i>						1	-0,1982
<i>PP</i>							1

O valor crítico (bilateral) a 5% definido para as 43 observações foi de 0,3008; portanto, de forma a eliminar as possibilidades de haver distorções causadas por multicolinearidade, a variável *MC* – que apresentou coeficientes de correlação -0,37 com *GC*, 0,60 com *VE* e -0,36 com *FF* – e a variável *FF* – que, além desse, apresentou coeficiente de correlação 0,35 com *PE* –, foram omitidas da regressão. Assim, a regressão foi novamente estimada, obtendo-se os seguintes resultados:

Tabela 3.4 - Resultados da Análise de Regressão II

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística <i>t</i>	Significância
constante	-0,679991	2,41086	-0,2821	0,7794
<i>PE dummy</i>	0,18207	0,26853	0,6780	0,5019
<i>GC dummy</i>	-0,28420	0,29150	-0,9750	0,3357
<i>VE log</i>	0,06538	0,34361	0,1903	0,8501
<i>PP</i>	0,02749	0,67327	0,0408	0,9676
$R^2 = 3,61\%$				
$F(4, 38) = 0.355719$				

Aqui, os sinais de *VE* e *PP* são normalizados, estando apenas a variável *GC* em discordância com a teoria subjacente. Cabe salientar que esta regressão definitiva satisfaz os testes qui-quadrado no histograma da distribuição para normalidade dos resíduos, assim como o teste dos fatores de inflacionamento da variância (VIF) para ausência de multicolinearidade, e Breusch-Pagan para homocedasticidade (ausência de heterocedasticidade); conforme apresentados em Anexo 3, Anexo 4 e Anexo 5 respectivamente.

É necessário notar que já era esperado que os resultados apresentassem baixa relevância estatística, devido ao caráter estático das variáveis utilizadas. Isto é, as variáveis independentes são todas travadas na data do IPO e utilizadas como regressores de uma variável dinâmica (o *CAR*, obtido pelas variações diárias sobre cotações) para os seis anos subsequentes. Explica-se assim o baixo coeficiente de determinação da regressão múltipla, com valores ínfimos auferidos pela estatística R^2 e pelo teste F .

Agora, torna-se possível então, finalmente, comparar nossos resultados àqueles obtidos pelo estudo de Fortes et al. (2012). A variável relativa à presença de fundos de PE/VC nas empresas perdeu parte de seu poder de influência positiva sobre os resultados posteriores das companhias investidas. Isto é, seu coeficiente obteve redução de aproximadamente 1/3 sobre o valor original (0,18 contra 0,27), e, não obstante sua insignificância estatística impossibilitar comparações diretas entre os coeficientes obtidos, a simples perda da significância em si pode sinalizar um declínio concreto do poder explicativo, sobre o *CAR*, por parte da variável de PE. Já os demais aspectos são similares, vide o sinal trocado de *GC*, o intercepto negativo, e os baixos coeficientes de determinação obtidos pela regressão efetuada.

A Tabela 3.5 abaixo demonstra uma nova regressão, realizada individualmente (regressão simples) para cada variável explicativa. Os resultados ratificam a indicação do teste F anterior, ou seja, nenhuma variável utilizada na regressão é dotada de significância estatística (mesmo individualmente) e não podem servir como explicativo da variável dependente.

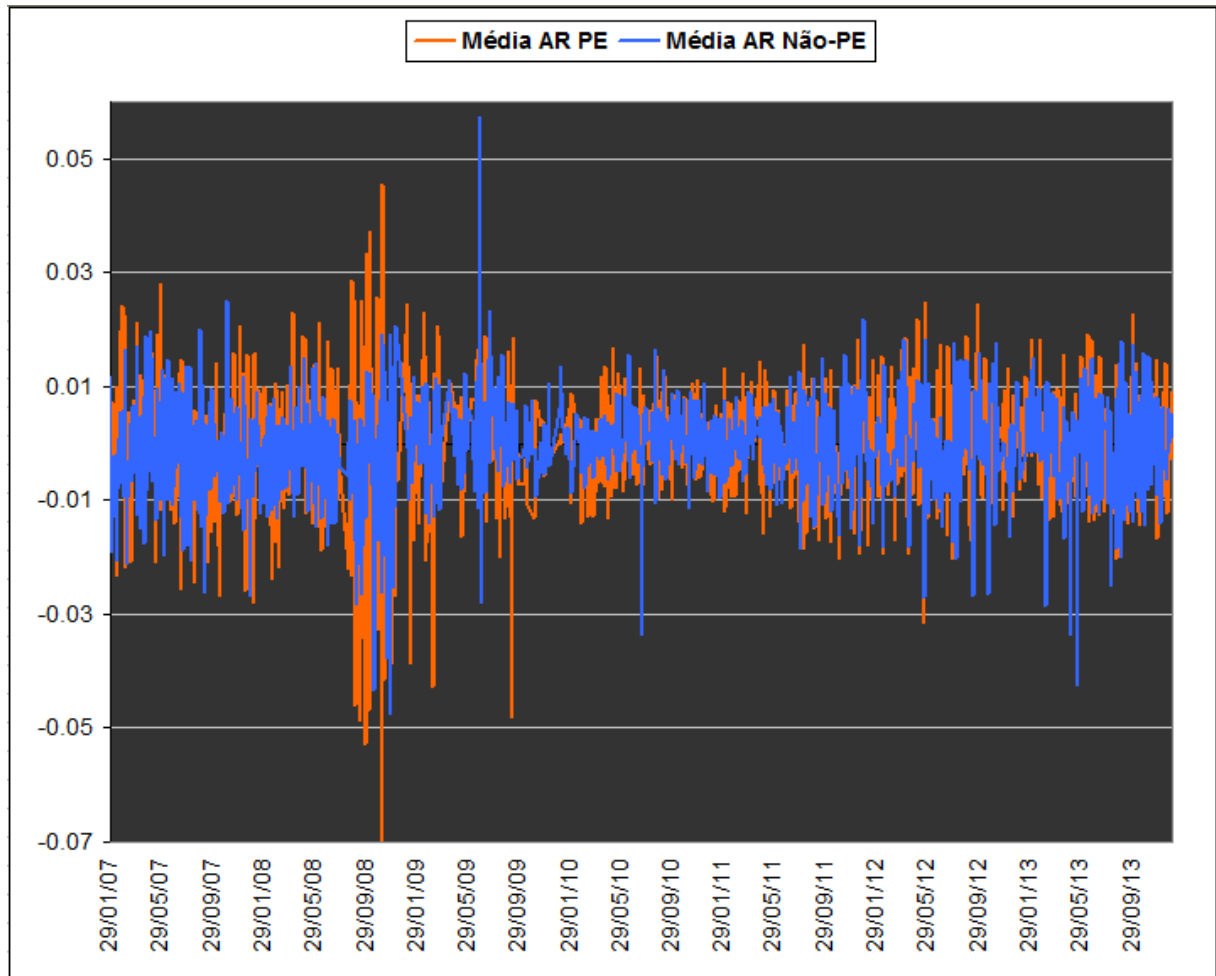
Tabela 3.5 - Regressões Simples e Múltipla do *CAR*

variável	coeficiente						
	significância						
PE	0,13522						0,24475
	0,5955						0,3946
GC		-0,2622					-0,1944
		0,3359					0,5316
VE			0,15194				-0,1198
			0,6365				0,792
MC				0,20592			0,18854
				0,2451			0,4874
FF					-0,4964		-0,3483
					0,4786		0,6922
PP						-0,0634	-0,0825
						0,9209	0,9055
Nº obs	43	43	43	43	43	43	43
R^2	0,69%	2,26%	0,55%	3,28%	1,23%	0,02%	6,40%

III.4.C – INTERPRETAÇÃO

A Figura 3.4 mostra as diferenças entre as médias diárias de *AR* para os dois grupos de empresas (com e sem presença de *PE*):

Figura 3.4 - Média Diária - *AR PE* x *AR Não-PE*



Fonte: Elaboração própria do autor

Aqui fica claro que as médias são muito próximas, e que ambos os grupos oscilam em grande parte somente entre os limites do corredor segundo, i.e. -0,03 e 0,03. Notável também é a oscilação do *AR* para o grupo *com PE*, mais alta na maior parte do tempo, indicando apenas maior volatilidade na valoração acionária destas empresas, conferindo, inclusive, que, o maior pico de retorno anormal acumulado foi obtido pelo grupo de empresas *sem PE*, enquanto as três maiores quedas foram aquelas apresentadas pelo grupo *com PE*.

Ora, uma forte relação estatística, positiva e significativa, do coeficiente (da presença de fundos de *PE/VC* no capital da empresa) sobre o desempenho, poderia sugerir a existência de arbitragem no mercado financeiro.

CONCLUSÃO

A pouca significância estatística, obtida sobre o coeficiente da presença de PE/VC no capital da empresa, em relação aos resultados pregressos, não corrobora a importância da participação destes fundos para a determinação de retornos positivos sobre o capital das empresas. O estudo levantado anteriormente considera os três anos posteriores aos IPOs realizados entre 2004 e 2007, e portanto analisa os períodos: 2004-2007, 2005-2008, 2006-2009 e 2007-2010. Desta forma, aproximadamente metade da amostra está comprometida aos efeitos da época da crise do *subprime*. Apesar do método prever neutralidade aos ciclos econômicos, por comparar os resultados em relação à média de mercado, algumas empresas de menor porte – como é o caso daquelas abarcadas por fundos de VC – não figuram dentre as componentes do IBOV (i.e. não estão entre as 500 maiores listadas na BM&FBovespa), podendo sofrer algum tipo de prejuízo na comparação ao índice das empresas de maior porte do país. Logo, ao considerar o intervalo 2007-2013, além de considerar o cenário mais atual, comprimir-se-ão todas aos mesmos efeitos sazonais e à mesma conjuntura econômica.

Conforme pôde ser observado, ao longo do trabalho, em alguns estudos de caso, as saídas de fundos no período anterior a 2012 foram em geral bem sucedidas. Os setores varejistas, de bens de consumo e saúde e educação privadas tiveram excelentes retornos entre 2009 e 2012. Mas a maior operadora de fundos de PE/VC no Brasil, a Carlyle, vem tendo dificuldades no setor de varejo atualmente; e investimentos como CVC, RiHappy, Scalina (Trifil) e Tok&Stok, vêm tendo dificuldades para consolidar os ganhos necessários à saída dos fundos com embolso de participação lucrativa. O cenário econômico atual é de baixo crescimento do PIB e manutenção de uma razoável taxa de inflação, portanto sendo adverso ao estabelecimento de ganhos pelo setor de consumo. Além deste fator, outro componente decisivo para as dificuldades atuais aos lucros de PE/VC é a valorização do dólar. Os cerca de R\$ 2,30 atuais na cotação de sua unidade, contra o patamar dos R\$ 1,70 de 2009/2010 – período em que aconteceu a aquisição da CVC, por exemplo –, também dificulta a consolidação dos ganhos acionistas na venda de participações. A aversão ao risco do mercado financeiro com relação ao Brasil não deixa de ser outro determinante: 2013 fechou com apenas seis IPOs realizados na BM&FBovespa.

Por fim, conclui-se que o crescimento, nos últimos tempos, da atividade de fundos de PE/VC não garante seu sucesso. Apesar da crescente presença no mercado e evolução na organização do setor, a conjuntura econômica ainda é fator determinante para a obtenção de retornos lucrativos. Sendo assim, aparentemente seu desempenho não tem tido relevância estatística sobre a determinação de resultados positivos associados às empresas investidas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro**. Brasília: ABDI, 2009. 420 p.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL. **Cases de Private Equity e Venture Capital: construindo empresas para o futuro**. São Paulo: ABVCAP, 2013. 54 p.

_____. **Sobre o Setor: Capital Empreendedor**. ABVCAP. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/sobre-o-setor.aspx?c=pt-br>>. Acesso em 2 jul. 2014.

BRAV, Alon; GOMPERS, Paul A. Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: evidence from venture and nonventure capital-backed companies. **The Journal of Finance**, Stanford, v. 52, n. 5, p. 1791-1821, 1997. In: FORTES et al. Desempenho das Empresas Após IPO: Análise da Importância dos Fundos de *Private Equity*. In: Seminários em Administração, XV SemeAd, out. 2012, São Paulo. Área Temática: 4. Finanças – Decisões de investimento, fusões & aquisições e alianças estratégicas. São Paulo: FEA-USP, 2012. 16 p.

BROSSARD, Olivier; LAVIGNE, Stéphanie; SAKINÇ, Mustafa. Ownership structure and R&D in Europe: the good institutional investors, the bad and ugly impatient shareholders. **Industrial and Corporate Change**, Oxford, v. 22, n. 4, p. 1031-1068, 2013.

BRUNO, Luciana. Abvcap propõe consolidar instruções da CVM sobre private equity. **Jornal Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 16 jul. 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/2753720/abvcap-propoe-consolidar-instrucoes-da-cvm-sobre-private-equity>>. Acesso em: 15 jul. 2014.

CARVALHO, Antônio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Primeiro Censo Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2006. 134 p.

CARVALHO, Denise. “Carlyle desembarca no Brasil”. **Revista Exame**, Ed. Abril, São Paulo, 11 jan. 2007. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/m0120666>>. Acesso em: 30 mai. 2014.

CHAN, Yuk-Shee. On the positive role of financial intermediation in allocation of venture capital in a market with imperfect information. **The Journal of Finance**, Stanford, v. 38, n. 5, p. 1543–1568, 1983. In: METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. *Venture Capital and Other Private Equity: a Survey*. European Financial Management, Chichester, v. 17, n. 4, p. 619-654, 2011.

CHUNG, Ji-Woong. **Leveraged buyouts of private companies**. *Working Paper*: The Chinese University of Hong Kong, 2009. In: METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. *Venture Capital and Other Private Equity: a Survey*. European Financial Management, Chichester, v. 17, n. 4, p. 619-654, 2011.

COSIF ELETRÔNICO. **Dívidas Subordinadas**. COSIFe – Portal de Contabilidade. Disponível em: <http://www.cosif.com.br/mostra.asp?arquivo=mtvm_dividasubordinada>. Acesso em: 03 mar. 2015.

COSTA, Júlio Cesar Naves Ferreira e. **Avaliação de Empresas Investidas em Fundos de Private Equity e Venture Capital**. 79 f. Dissertação de Mestrado: Centro de Estudos em Regulação de Mercados (CERME/UnB), Brasília, DF, 15 jun. 2011.

DORE, Ronald. **Financialization of the global economy**. *Industrial and Corporate Change*, Oxford, v. 17, n. 6, p. 1097-1112, 2008.

ELLER, Estêvão Passos. **Análise do Desempenho de Longo Prazo dos IPOs de empresas com participação prévia de fundos de Private Equity e Venture Capital de 2004 a 2011 na BM&F Bovespa**. 45 f. Dissertação de Mestrado: Escola de Economia de São Paulo (EESP/FGV), São Paulo, SP, 2012.

EVANS, John; HABBARD, Pierre. From shareholder value to private equity – the changing face of financialisation of the economy. **Transfer: European Review of Labour and Research**, European Trade Union Institute (ETUI), Sage Publications, Bruxelas, v. 1/08, n. 14, p. 63-75, primavera 2008.

FORTES, Pedro Campos Bias; SILVEIRA, Rodrigo Lanna Franco da; BACIC, Miguel Juan. Desempenho das Empresas Após IPO: Análise da Importância dos Fundos de *Private Equity*. In: Seminários em Administração, XV SemeAd, out. 2012, São Paulo. **Área Temática:** 4. Finanças – Decisões de investimento, fusões & aquisições e alianças estratégicas. São Paulo: FEA-USP, 2012. 16 p.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital**. Relatório de Pesquisa, GVcepe (Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV/EAESP), São Paulo, 2008.

GIOIELLI, Sabrina Patrocinio Ozawa. **Os Gestores de Private Equity e Venture Capital influenciam a governança corporativa das investidas? Evidências das empresas estreantes na Bovespa**. 107 f. Dissertação de Mestrado: Escola de Administração de Empresas de São Paulo (EAESP/FGV), São Paulo, SP, 2008.

GUJARATI, Damodar N. **Basic Econometrics**. 4^a ed. Nova Iorque: McGraw-Hill, 2004.

ILEVEL. **PEI 300: Annual Ranking of the World's Largest Private Equity Firms Released**. iLevel Solutions, Nova Iorque, 20 mai. 2013. Disponível em: <<https://www.ilevelsolutions.com/Company/Newsroom/2013/PEI-300-Annual-Ranking-of-the-World%E2%80%99s-Largest-Priv>>. Acesso em: 9 jun. 2014.

JENSEN, Michael Cole. Agency costs of free cash flow, corporate-finance, and takeovers. **American Economic Review**, Pittsburgh, v. 76, n. 2, p. 323–329, mai. 1986.

_____. Eclipse of the public corporation. **Harvard Business Review**, Cambridge, MA, EUA, v. 67, n. 5, p. 61-74, sep-oct 1989. In: METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. *Venture Capital and Other Private Equity: a Survey*. European Financial Management, Chichester, v. 17, n. 4, p. 619-654, 2011.

_____. **The economic case for private equity (and some concerns)**. *Working Paper*: Harvard University, Cambridge, MA, EUA, 2007. In: METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. *Venture Capital and Other Private Equity: a Survey*. European Financial Management, Chichester, v. 17, n. 4, p. 619-654, 2011.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, **Journal of Financial Economics**, Rochester, NY, EUA, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. In: METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. *Venture Capital and Other Private Equity: a Survey*. European Financial Management, Chichester, v. 17, n. 4, p. 619-654, 2011.

LEAL, Ana Luiza. Para o Carlyle foi fácil investir no Brasil, já lucrar.... **Revista Exame**, Ed. Abril, São Paulo, 02 out. 2013. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1050/noticias/gastar-e-facil?page=1>>. Acesso em 10 jun. 2014.

LOPES, Alessandro Broedel; FURTADO, Cláudio Vilar. *Private Equity* na Carteira de Investimentos das Entidades de Previdência Privada. **Revista Contabilidade e Finanças: FEA/USP**, São Paulo, p. 108-126, dez. 2006, Especial Atuária.

MCCRARY, Stuart A. **How to Create and Manage a Hedge Fund: A Professional's Guide**. Nova Jérsei: John Wiley & Sons, 2002.

MEHRAN, Hamid; PERISTIANI, Stavros. Financial visibility and the decision to go private. **Review of Financial Studies**, Oxford, v. 23, n. 2, p. 519–547, fev. 2010.

MEIRELLES, Jorge; PIMENTA JÚNIOR, Tabajara; REBELATTO, Daisy. *Venture capital e private equity* no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Revista Gestão & Produção**: revista do Departamento de Engenharia de Produção (DEP) da Universidade Federal de São Carlos (UFSCar), São Carlos, v. 15, n. 1, p. 11-21, jan-abr 2008.

METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. **Venture Capital and the Finance of Innovation**. 2ª ed. Nova Jérsei: John Wiley & Sons, 2010.

_____. *Venture Capital and Other Private Equity: a Survey*. **European Financial Management**, Chichester, v. 17, n. 4, p. 619-654, 2011.

PRIVATE EQUITY INTERNATIONAL. **PEI 300**. PEI Media: Alternative Insight, Londres, 2012. p.3. Disponível em: <http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2012/07/PEI_300.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2014.

PROWSE, Stephen D. The Economics of the Private Equity Market. **Economic Review**: Federal Reserve Bank of Dallas, Dallas, TX, 3rd quarter, p. 21-34, 1998.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 139 f. Dissertação de Mestrado: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA/USP), São Paulo, SP, 2005.

SONODA, Fábio. **Análise da influência do *Private Equity* e *Venture Capital* no *Underpricing* dos IPOs das Empresas Brasileiras no Período de 2004 a 2007**. 49 f. Dissertação de Mestrado: Escola de Administração de Empresas de São Paulo (EAESP/FGV), São Paulo, SP, 2008.

UEDA, Masako. Banks versus venture capital: Project evaluation, screening, and expropriation. **The Journal of Finance**, Stanford, v. 59, n. 2, p. 601–621, abr. 2004. In: METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. *Venture Capital and Other Private Equity: a Survey*. European Financial Management, Chichester, v. 17, n. 4, p. 619-654, 2011.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Mutual Funds**. SEC. Disponível em: <<http://www.sec.gov/answers/mutfund.htm>>. Acesso em: 27 dez. 2014.

VAUHKONEN, Jukka. Financial contracts and contingent control rights. **Bank of Finland Discussion Papers**, Helsinque, n.14/2003, dez. 2003. 33 p.

WOOD, Geoffrey; WRIGHT, Mike. Private equity: A review and synthesis. **International Journal of Management Reviews**, Londres, v. 11, issue 4, p. 361-380, 2009.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. Tradução: José Antônio Ferreira. 4^a ed. São Paulo: Cengage Learning, 2012.

ANEXO 1

Lista de IPOs realizados em 2007
(grupo de 43 empresas: 14 *PEbacked* + 29 não-*PEbacked*)

Empresa	Setor	Segmento	Data IPO	Valor de Emissão	PEbacked
PDG Realty	Construção	NM	26/01/2007	575	Sim
Anhanguera	Serviços educacionais	N2	12/03/2007	512	Sim
JBS	Alimentos	NM	29/03/2007	1,617	Sim
Even	Construção	NM	02/04/2007	460	Sim
BR Malls	Imobiliário	NM	05/04/2007	664	Sim
Fer Heringer	Indústrias diversas	NM	12/04/2007	350	Sim
Metalfrio	Indústrias diversas	NM	13/04/2007	453	Sim
Bematech	Indústrias diversas	NM	19/04/2007	407	Sim
Cremer	Indústrias diversas	NM	30/04/2007	552	Sim
MRV	Construção	NM	23/07/2007	722	Sim
Multiplan	Imobiliário	N2	27/07/2007	925	Sim
Providencia	Indústrias diversas	NM	27/07/2007	469	Sim
BR Brokers	Imobiliário	NM	29/10/2007	699	Sim
Tempo Part	Saúde	NM	19/12/2007	420	Sim
Rodobensimob	Construção	NM	31/01/2007	449	Não
Tecnisa	Construção	NM	01/02/2007	791	Não
Iguatemi	Imobiliário	NM	07/02/2007	549	Não
São Martinho	Alimentos	NM	12/02/2007	424	Não
Pine	Finanças	N1	02/04/2007	517	Não
JHSF Part	Construção	NM	12/04/2007	432	Não
Sofisa	Finanças	N1	02/05/2007	505	Não
InPar S/A (Viver a partir de '09)*	Construção	NM	06/06/2007	756	Não
Paraná Banco	Finanças	N1	14/06/2007	529	Não
SLC Agrícola	Alimentos	NM	15/06/2007	490	Não
Log-In	Logística	NM	21/06/2007	848	Não
EZTec	Construção	NM	22/06/2007	542	Não
Daycoval	Finanças	N1	29/06/2007	1,092	Não
Marfrig	Alimentos	NM	29/06/2007	1,021	Não
Tegma	Logística	NM	03/07/2007	604	Não
Invest Tur (BHG a partir de '10)**	Imobiliário/Turístico	NM	16/07/2007	945	Não
Minerva	Alimentos	NM	20/07/2007	444	Não
Triunfo Part	Logística	NM	23/07/2007	513	Não
ABC Brasil	Finanças	N2	25/07/2007	609	Não
CR2	Construção	NM	23/04/2007	308	Não
Springs	Indústrias diversas	NM	27/07/2007	656	Não
Estácio	Serviços educacionais	N2	30/07/2007	447	Não
Generalshopp	Imobiliário	NM	30/07/2007	287	Não
SulAmérica	Finanças	N2	05/10/2007	775	Não
Bicbanco	Finanças	N1	15/10/2007	822	Não
Trisul	Construção	NM	15/10/2007	330	Não
Marisa	Varejo/Vestuário	NM	22/10/2007	506	Não
Helbor	Construção	NM	29/10/2007	252	Não
Panamericano	Finanças	N1	19/11/2007	700	Não

* apenas troca de nome fantasia por desgaste da marca

** adição e diversificação de capitais com troca da razão social

Fonte: Elaboração própria do autor

ANEXO 2

Lista de empresas retiradas da amostra de IPOs em 2007 (grupo de 12 empresas: 2 *PEbacked* e 10 não-*PEbacked*)

Empresa	Setor	Segmento	Data IPO	Valor de Emissão (R\$ MM)	<i>PEbacked</i>	Justificativa
GVT	Telefonia	NM	16/02/2007	1,076	Sim	a holandesa <i>GVT</i> foi comprada pela francesa <i>Vivendi</i> , que fecha seu capital em 2010
BM&F	Finanças	NM	30/11/2007	5,984	Sim	fim do código para cotação em 2011, após fusão com a Bovespa
CC Des Imob	Construção	NM	31/01/2007	522	Não	controladora <i>Camargo Corrêa</i> resolve fechar o capital em 2012
Cruzeiro do Sul	Finanças	NM	26/06/2007	560	Não	faliu, liquidação pelo BCB em 2012
Indusval	Finanças	N1	12/07/2007	228	Não	mudança de segmento e troca de código, cotações pré 2009 indisponíveis
Redecard	Serviços financeiros	NM	13/07/2007	4,643	Não	aquisição pelo Itaú, que fecha capital em 2012
Guarani	Alimentos	NM	23/07/2007	666	Não	<i>Petrobras</i> e francesa <i>Tereos</i> compram larga participação e fecham o capital em 2010
Kroton	Serviços educacionais	N2	23/07/2007	479	Não	fusão com a Anhanguera em 2012 e troca do código
SEB	Serviços educacionais [†]	N2	18/10/2007	413	Não	comprada pela <i>Pearson</i> que fecha o capital em 2010
Bovespa	Finanças	NM	26/10/2007	5,761	Não	fim do código para cotação em 2011, após fusão com a BM&F
Amil	Saúde	NM	29/10/2007	1,218	Não	comprada pela <i>United Health</i> que fecha seu capital em 2013
MPX Energia	Energia Elétrica	NM	14/12/2007	1,916	Não	depois de parceria com o grupo alemão <i>E.ON</i> , é realizada cisão da empresa em 2012

[†] Na lista de Fortes et al. (2012) esta empresa tinha seu setor erroneamente listado como "Construção", tendo sua classificação retificada aqui.

Fonte: Elaboração própria do autor

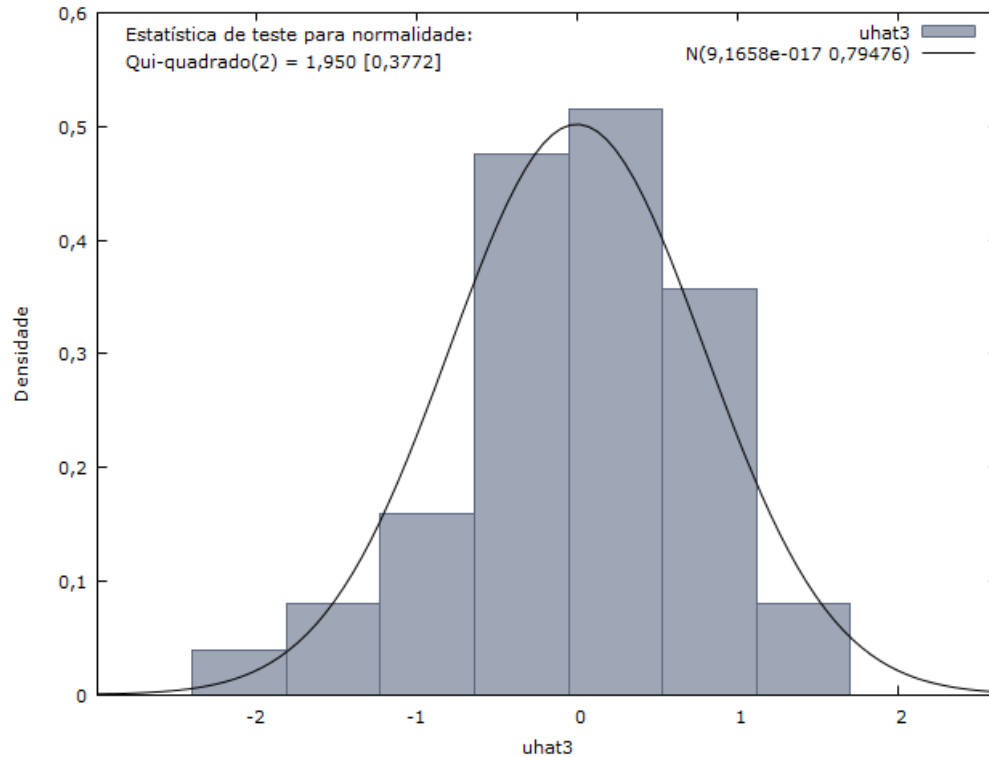
ANEXO 3

Teste da normalidade dos resíduos -

Hipótese nula: o erro tem distribuição Normal

Estatística de teste: Qui-quadrado(2) = 1,94978

com p-valor = 0,377234



Distribuição de frequência para uhat3, observações 1-43
número de classes = 7, média = 9,16579e-017, desvio padrão = 0,79476

intervalo	pt. médio	frequência	rel.	acum.	
< -1,8124	-2,1056	1	2,33%	2,33%	
-1,8124 - -1,2258	-1,5191	2	4,65%	6,98%	*
-1,2258 - -0,63925	-0,93253	4	9,30%	16,28%	***
-0,63925 - -0,052689	-0,34597	12	27,91%	44,19%	*****
-0,052689 - 0,53387	0,24059	13	30,23%	74,42%	*****
0,53387 - 1,1204	0,82715	9	20,93%	95,35%	*****
>= 1,1204	1,4137	2	4,65%	100,00%	*

Teste para a hipótese nula de distribuição normal:

Qui-quadrado(2) = 1,950 com p-valor 0,37723

Fonte: Elaborado pelo autor através do software Gretl

ANEXO 4

Fatores de Inflacionamento da Variância (VIF)

Valor mínimo possível = 1,0

Valores > 10,0 podem indicar um problema de colinearidade

PE_dummy	1,078
GC_dummy	1,101
ln_VE_mm	1,109
PP__	1,082

$VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2)$, onde $R(j)$ é o coeficiente de correlação múltipla entre a variável j e a outra variável independente

Propriedades da matriz $X'X$:

Norma-1 = 2514,8537

Determinante = 24936,606

Número de condição recíproca = 3,3413298e-005

Fonte: Elaborado pelo autor através do software Gretl

ANEXO 5

Teste de Breusch-Pagan para a heteroscedasticidade -

Hipótese nula: sem heteroscedasticidade

Estatística de teste: LM = 2,31237

com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(4) > 2,31237) = 0,678517$

Teste de Breusch-Pagan para a heteroscedasticidade

MQO, usando as observações 1-43

Variável dependente: 'uhat^2' escalada

	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor
const	-1,66407	4,68043	-0,3555	0,7242
PE_dummy	-0,497920	0,521316	-0,9551	0,3456
GC_dummy	0,605457	0,565911	1,070	0,2914
ln_VE__mm__	0,318106	0,667078	0,4769	0,6362
PP__	0,440239	1,30708	0,3368	0,7381

Soma dos quadrados explicada = 4,62475

Estatística de teste: LM = 2,312374,

com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(4) > 2,312374) = 0,678517$

Fonte: Elaborado pelo autor através do software Gretl